

INFORME DE POLÍTICA MONETARIA

DICIEMBRE 2022



SALAR DE TARA
Región de Antofagasta



Informe de Política Monetaria

DICIEMBRE 2022

Política Monetaria del Banco Central de Chile

El dinero juega un rol fundamental en el funcionamiento adecuado de cualquier economía. Para preservar ese rol, la política monetaria del Banco Central de Chile debe proteger el valor de la moneda nacional, el peso, buscando que la inflación sea baja y estable. Lograr esto promueve el bienestar de las personas, al cuidar el poder adquisitivo de sus ingresos y haciendo que la economía funcione mejor. Cuando se logra que la inflación sea baja y estable, la política monetaria puede además moderar las fluctuaciones del empleo y la producción.

La meta de inflación y la Tasa de Política Monetaria

El Banco conduce su política monetaria buscando que, independiente del nivel actual de la inflación, su proyección a un horizonte de dos años se ubique en 3%. Esto es parecido a lo que se hace en otros países del mundo que tienen, como Chile, flotación cambiaria, y se denomina esquema de metas de inflación.

La Tasa de Política Monetaria (TPM) es el principal instrumento que utiliza el Banco para lograr la meta de inflación. Su nivel se decide en la Reunión de Política Monetaria, que se realiza ocho veces al año. En la práctica, la TPM es una tasa de interés de referencia para determinar el costo del dinero y otros precios financieros, como el tipo de cambio, las tasas de interés de más largo plazo, entre otros. A su vez, estas variables afectan la demanda de bienes y servicios y, por esa vía, los precios y la inflación. Las decisiones de política monetaria toman varios trimestres para verse reflejadas por completo en la economía, lo que justifica que la política monetaria se realice con un punto de vista prospectivo, teniendo como foco primordial la proyección de inflación a dos años plazo y no solo la inflación de hoy.

Comunicación, transparencia y el Informe de Política Monetaria

Como el Banco Central toma sus decisiones de política monetaria autónomamente, debe dar cuenta constantemente de ellas y de sus resultados a la ciudadanía en general. Esto no solo le corresponde por ser un organismo del Estado en una sociedad democrática, sino que también por el hecho que una política monetaria creíble, y que es comprendida por las personas, permite mantener la inflación baja y estable. A través del Informe de Política Monetaria (IPoM), el Banco comunica al público general su visión sobre la evolución reciente de la economía, sus proyecciones para los próximos años y la forma en que, en ese contexto, manejará la política monetaria para cumplir con la meta de inflación.

El IPoM se publica cuatro veces al año (marzo, junio, septiembre y diciembre) y en su preparación participa un equipo cercano a 60 personas.



Foto Portada: Salar de Tara, Región de Antofagasta. Autor: Pierre Mariani Rojas.

Beltrán de Ramón Acevedo / Representante Legal

Gerencia de División de Asuntos Institucionales
BANCO CENTRAL DE CHILE
Agustinas 1180, Santiago, Chile

Tel.: 56-22670 2000
www.bcentral.cl
bcch@bcentral.cl
ISSN: 0716-2219

CONTENIDO*/

RESUMEN	3
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO	9
II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA	28
RECUADROS	
I.1 Importancia de los <i>shocks</i> de demanda y oferta en la inflación de bienes	23
I.2 Mercado laboral e inflación	25
I.3 Conferencia anual del Banco Central de Chile	27
II.1 PIB tendencial	41
II.2 Tasa de interés neutral	43

*/ El informe incluye la decisión de política monetaria del 6 de diciembre. Para la construcción del escenario central, se utilizó como cierre estadístico el 30 de noviembre.



RESUMEN

La economía chilena continúa su proceso de ajuste tras los importantes desequilibrios que acumuló durante 2021. La inflación anual, acorde con lo esperado, alcanzó su *peak* en el tercer trimestre. Las expectativas de inflación permanecen por sobre 3% a dos años plazo. El consumo privado continúa contrayéndose luego de los fuertes incrementos que mostró en 2021. La inversión, en cambio, sorprendió al alza en el tercer trimestre, concentrada en sectores específicos, como el de energías renovables. Esto contribuyó a agrandar el déficit de la cuenta corriente. El panorama económico global es complejo, dada la alta persistencia inflacionaria mundial y las alzas de tasas de los principales bancos centrales. El Consejo ha efectuado un ajuste significativo de la política monetaria, lo que ha contribuido al paulatino alivio de las presiones inflacionarias y permitirá enfrentar desde una mejor posición dichas dificultades. Con todo, la brecha de actividad continúa elevada y la inflación se mantiene muy por sobre la meta, ambas señales de que el proceso de ajuste de la economía chilena aún no concluye. La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ubica en 11,25% y se mantendrá en ese nivel hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado.

En línea con lo previsto, la inflación ha retrocedido levemente en los últimos meses, aunque su nivel todavía es alto. Los factores de demanda han ido en retirada, en línea con el ajuste macroeconómico y del consumo. A su vez, los factores de costos que cobraron mayor fuerza en los últimos trimestres han comenzado a aliviarse, aunque persisten en niveles elevados (Recuadro I.1).

En octubre, la variación anual del IPC total se ubicó en 12,8%, mientras la subyacente —sin volátiles— lo hizo en 10,8%. Respecto de esta última, el incremento de su componente de bienes fue menor que lo esperado, a pesar de la depreciación del peso. El aumento del IPC subyacente de servicios fue algo mayor, probablemente asociado a niveles de persistencia inflacionaria que continúan elevados.

Las expectativas de inflación siguen altas. Las medidas a dos años plazo persisten por sobre 3%, aunque con alguna moderación en el margen. A un año plazo, las expectativas descendieron algo más, situándose entre 4,5 y 6% en las encuestas a expertos (entre 7 y 8% al cierre estadístico del IPoM previo).

Destaca la baja de los costos de transporte a nivel mundial, la reducción de los cuellos de botella y una continua normalización de las cadenas de suministro global. A su vez, los precios internacionales de las materias primas han cedido. En el Informe de Percepciones de Negocios de noviembre, las empresas percibían incrementos de costos más limitados, aunque la volatilidad y nivel del tipo de cambio seguía siendo un factor de preocupación. De hecho, en los últimos meses el tipo de cambio nominal ha seguido mostrando vaivenes relevantes. Comparado con el cierre estadístico previo, el peso se depreció en torno a 1%.

En cuanto a la actividad, los datos del tercer trimestre confirman, en general, que la economía continúa su proceso de ajuste. El PIB no minero retrocedió 0,8% respecto del trimestre anterior en su serie desestacionalizada, su segunda caída consecutiva. Sobresale en este resultado el retroceso del comercio (-2,8% en el trimestre). Los servicios empresariales marcaron la excepción (+1,1%), continuando con la tendencia de crecimiento que registra hace varios trimestres, explicada por la tercerización de actividades. El Imacec de octubre confirmó la trayectoria decreciente de la actividad no minera, con un retroceso de 0,4% mes a mes desestacionalizado.



Por el lado de la demanda, la formación bruta de capital fijo (FBCF) tuvo un desempeño significativamente mejor al previsto en el tercer trimestre. Este resultado fue impulsado por la inversión en energías renovables y otros sectores específicos. Entre estos últimos destacó el impacto de las obras de ingeniería asociadas a fases terminales de proyectos mineros, al mayor gasto en servicios y a factores puntuales como las importaciones de buses.

Las perspectivas para la inversión siguen siendo débiles. El último catastro de la Corporación de Bienes de Capital muestra montos de inversión a la baja durante el período 2022 – 2025. Al mismo tiempo, las expectativas de las empresas siguen en valores pesimistas. Destaca también el bajo dinamismo del sector inmobiliario. En todo caso, las tasas de interés de largo plazo y los niveles de incertidumbre local se han reducido en los últimos meses, lo que podría ayudar algo en el comportamiento de la inversión hacia adelante.

El consumo privado continuó ajustándose. Resalta la nueva disminución de la parte de bienes durables (-3,8% trimestral desestacionalizado), que ha deshecho una parte relevante de la excesiva alza que mostró en la segunda mitad de 2021. Por su lado, el consumo de bienes no durables continúa ajustándose a la baja, mientras que el consumo de servicios ha seguido creciendo gradualmente, coherente con la eliminación de las limitaciones a la oferta tras el levantamiento de las restricciones sanitarias.

El ajuste del consumo se ha dado en un contexto en que la liquidez ha ido normalizándose, la creación de empleo es baja y los salarios reales muestran caídas desde hace casi un año. La ocupación total y la fuerza de trabajo muestran un bajo dinamismo durante 2022. En lo más reciente, resalta la disminución de la ocupación formal, compensándose con una mayor participación del empleo informal y por cuenta propia. Algunos indicadores del mercado laboral apuntan a un deterioro futuro. Las vacantes han disminuido y las perspectivas de empresas y consumidores para el empleo siguen débiles.

El déficit de cuenta corriente subió a 9,9% del PIB en el último año móvil, valor elevado, que se asocia tanto a una disminución del ahorro privado como a una mayor inversión. En un contexto en que el consumo se ha ido ajustando, el menor ahorro privado se explica en buena parte por el efecto negativo de los peores términos de intercambio en el ingreso nacional. La mayor inversión, como ya se señaló, se relaciona principalmente con el dinamismo del componente de maquinaria y equipos. También han contribuido los aún elevados costos de transporte. Hacia adelante, se espera que estos fenómenos se reviertan de la mano de un ajuste adicional del consumo y la inversión, bajo el supuesto que las políticas que estimularon la fuerte caída del ahorro nacional no se repetirán.

En el plano externo, la inflación mundial continúa en niveles altos, aunque con cierta moderación en algunos países. Los elevados registros se concentran, principalmente, en la parte subyacente de la inflación, que en varias economías ha tenido como centro la fortaleza de los sectores de servicios. En EE.UU., por ejemplo, resaltan la estrechez y altas presiones salariales que continúa exhibiendo su mercado laboral (Recuadro I.2).

Los bancos centrales han reforzado el carácter contractivo de sus políticas monetarias, en particular en las economías desarrolladas, donde los procesos de ajuste monetario comenzaron más tarde. La Fed y el BCE, junto con alzas significativas de sus tasas de referencia, han señalado una restrictividad más prolongada que lo esperado hace un tiempo. En América Latina, la mayoría de los bancos centrales ha seguido aumentando sus tasas de interés, a excepción de Chile y Brasil. En general, las expectativas de mercado apuntan a que los ciclos de alzas de tasas están próximos a culminar en un grupo importante de economías emergentes. Además, en varias se prevén recortes durante 2023, particularmente aquellas que comenzaron más temprano a aumentar tasas. En este contexto, los mercados financieros globales siguen mostrando una significativa volatilidad.



El mercado financiero nacional ha ido ajustándose a un panorama de menor riesgo, observándose una caída relevante de las tasas nominales. En comparación con inicios de septiembre, los papeles nominales a 10 años anotan descensos del orden de 125 puntos base (pb). Tasas a menor plazo —SPC a 1 y 2 años— caen en torno a 250pb en ese lapso. Al mismo tiempo, el *spread* respecto de las tasas internacionales disminuye significativamente. La descomposición de las tasas de interés de largo plazo da cuenta de una creciente preponderancia de los factores de riesgo externo, mientras los internos se han reducido. En todo caso, las tasas reales muestran movimientos de menor magnitud.

El crédito bancario interno sigue con un bajo dinamismo, en medio una oferta restrictiva y una demanda acotada. Las distintas categorías de colocación muestran variaciones anuales bajas en perspectiva histórica, con tasas de interés que permanecen elevadas. La Encuesta de Crédito Bancario del tercer trimestre indica que las condiciones de oferta de crédito se han vuelto más restrictivas, en medio de una demanda acotada.

Parámetros estructurales

Acorde con lo señalado en septiembre, en este IPoM el Consejo actualizó la estimación de los parámetros estructurales utilizados en las proyecciones de mediano plazo.

En línea con la proyección de junio de 2021, se estima que el crecimiento tendencial del PIB no minero seguirá reduciéndose a lo largo del período 2023-2032. En los años más próximos, dicha tendencia se relaciona con que variables como las horas trabajadas y la tasa de participación ya hicieron gran parte de su recuperación tras el *shock* de inicios de la pandemia. Por ello, en adelante ya no contribuirán con tanta relevancia al crecimiento tendencial. Hacia el fin del período, toma mayor importancia la convergencia de las horas trabajadas al promedio de la OCDE, lo que irá reduciendo la contribución del factor trabajo. Se sigue estimando un bajo crecimiento de la productividad total de factores, que se sustenta en la consolidación de una tendencia decreciente de la misma. Con todo, para el período 2023-2032, el crecimiento tendencial del PIB no minero promediará 2,2% (Recuadro II.1).

La TPM neutral se estima en 3,75%, con un rango entre 3,5 y 4% (+25pb respecto de la estimación anterior). Esta alza es coherente con la reciente reversión de las tasas neutrales en otras economías, que alteró la tendencia a la baja que mostraban las tasas a nivel global (Recuadro II.2).

Proyecciones

En el escenario central se proyecta que la inflación total seguirá reduciéndose en los próximos trimestres, y convergerá a la meta de 3% en la segunda mitad de 2024. La inflación subyacente tendrá una reducción algo más lenta, llegando a 3% hacia fines de 2024.

La proyección de inflación para fines de 2022 y el año 2023 se corrige levemente al alza respecto del IPoM previo. Para fines de este año, se prevé una inflación anual de 12,3% (12% en septiembre). Para 2023, se proyecta que la inflación total promediará 6,6%, terminando el año en 3,6% (6,1 y 3,3%, respectivamente, en septiembre). Esta revisión considera la sorpresa acumulada en los últimos meses y un TCR que descenderá más lentamente a lo largo del horizonte de proyección. Sobre esto último, se supone que el TCR se mantendrá en torno a sus niveles actuales en los próximos trimestres, lo que contribuirá al ajuste de los desequilibrios locales, para luego comenzar a disminuir, en línea con el ajuste de los desequilibrios y la convergencia de otros fundamentos.



La convergencia inflacionaria sigue descansando en que la economía continuará ajustándose. En el escenario central, se sigue proyectando que la actividad tendrá varios trimestres de contracción. Con esto, la brecha de actividad se tornará negativa hacia inicios de 2023, manteniéndose en esos valores hasta fines del horizonte de política, lo que es necesario para la convergencia de la inflación a la meta. En el escenario central, el PIB crecerá 2,4% en 2022, caerá entre -1,75 y -0,75% en 2023 y aumentará entre 2 y 3% en 2024. La revisión al alza para 2022 responde a datos efectivos, en tanto el grueso de la corrección a la baja para 2023 y 2024 responde al nuevo supuesto para el crecimiento tendencial.

La proyección sigue considerando que el consumo y la inversión mostrarán tasas de variación negativas en 2023. Esto refleja un mercado laboral que ha perdido fuerza, expectativas de hogares y empresas en niveles pesimistas, un tipo de cambio real elevado y condiciones financieras más restrictivas para todo tipo de créditos. Por el lado fiscal, considera un gasto acorde con el presupuesto aprobado para 2023, que sigue una senda de consolidación para los años siguientes.

El déficit de la cuenta corriente descenderá en los próximos trimestres, en un contexto en el que la economía retome el equilibrio entre ahorro e inversión. También colaborará la reducción de los altos costos de transporte. En el escenario central, la cuenta corriente cerrará 2022 con un déficit de 8,7% del PIB, cifra que descenderá a 4,9 y 4,1% en 2023 y 2024, respectivamente.

El impulso externo que recibirá la economía chilena se reduce respecto de lo previsto en septiembre. En un contexto de políticas monetarias más contractivas en el mundo desarrollado, las perspectivas de crecimiento mundial se han vuelto a deteriorar. En el escenario central, acorde con lo previsto por el consenso de mercado, se prevé que EE.UU. y la Eurozona enfrenten una recesión en 2023. Con esto, los socios comerciales chilenos crecerán 2,1% el próximo año (2,6% en septiembre). En los precios de las materias primas sigue previéndose una trayectoria a la baja respecto de sus niveles actuales. Para el cobre se anticipan precios promedio de US\$3,55 y 3,45 para los próximos dos años, y para el petróleo se prevén valores en torno a US\$80 en el mismo lapso.

La política monetaria ha hecho un ajuste significativo y está propiciando la resolución de los desequilibrios presentes en la economía. No obstante, la inflación sigue siendo muy elevada y la convergencia a la meta de 3% aún está sujeta a riesgos. El Consejo mantendrá la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que dicho proceso se ha consolidado.

Los bordes del corredor de TPM reflejan escenarios donde la velocidad del proceso de convergencia inflacionaria da paso a ajustes más tempranos o más tardíos de la tasa respecto de lo considerado en el escenario central. Un factor relevante es la evaluación de la persistencia inflacionaria, ya sea por la magnitud y signo de nuevas sorpresas en la inflación o por el grado de ajuste de las expectativas. Escenarios donde estas variables denoten una menor (mayor) persistencia inflacionaria podrían llevar a un proceso de reducción de la TPM más adelantado (tardío) que lo previsto. Otro factor de relevancia será la velocidad de ajuste de la economía. El escenario externo ha tenido un continuo deterioro y las expectativas de hogares y empresas están en niveles pesimistas. En este contexto, no podría descartarse un ajuste más rápido de la economía que lleve a una reducción más temprana de la TPM. En todo caso, tampoco puede descartarse el escenario contrario, toda vez que en lo más reciente la demanda, en particular la inversión, ha sido algo más dinámica que lo esperado. El Consejo estima que los bordes inferior y superior del corredor de la TPM, respectivamente, capturan las trayectorias alternativas de TPM asociadas a estos eventos.



En cuanto a los riesgos, el escenario externo se ha transformado en una fuente importante de preocupación y no es posible descartar eventos que lleven a una disrupción relevante de las condiciones financieras y a un deterioro abrupto del impulso externo. En este caso, los efectos inflacionarios de corto plazo podrían ser considerables —por la apreciación global del dólar—, aunque mitigados en el mediano plazo por los impactos sobre el crecimiento. Por otra parte, medidas que impidan el ajuste previsto del gasto, y den un nuevo impulso a la inflación, darían paso a aumentos de la TPM para asegurar la convergencia a la meta.

La economía chilena se encuentra en un proceso de resolución de los desequilibrios macroeconómicos y tiene la tarea de recomponer las holguras que le han permitido mitigar los impactos de *shocks* externos en el pasado. Por lo mismo, es particularmente relevante que todas las políticas económicas apunten en la misma dirección, y se prioricen aquellas orientadas a favorecer el ahorro. La capacidad de la economía de realizar un ajuste breve, ordenado y con el menor costo posible depende críticamente de la coherencia de las decisiones de los distintos actores. En el caso del Banco Central, el Consejo mantendrá la TPM en su nivel actual hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta se ha consolidado.



TABLA 1: INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2021	2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Sep.22	Dic.22	Sep.22	Dic.22	Sep.22	Dic.22
IPC promedio	4,5	11,4	11,6	6,1	6,6	3,1	3,2
IPC diciembre	7,2	12,0	12,3	3,3	3,6	3,0	3,0
IPC en torno a 2 años (2)						3,0	3,0
IPC subyacente promedio	3,8	9,2	9,3	7,3	7,5	3,5	3,8
IPC subyacente diciembre	5,2	10,5	10,4	4,7	5,3	3,0	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)						3,1	3,0

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.

(2) Para el IPoM de septiembre 2022 corresponde a la inflación proyectada para el tercer trimestre de 2024, para el de diciembre a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2024.

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA 2: SUPUESTOS DEL ESCENARIO BASE INTERNACIONAL

	2021	2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Sep.22	Dic.22	Sep.22	Dic.22	Sep.22	Dic.22
		(variación anual, porcentaje)					
Términos de intercambio	11,8	-5,6	-6,5	-2,6	-1,1	-0,3	0,4
PIB socios comerciales (e)	6,4	2,6	3,0	2,6	2,1	3,1	2,7
PIB mundial PPC (e)	6,3	2,5	3,2	2,4	1,9	3,2	2,8
PIB desarrolladas PPC (e)	5,2	2,3	2,5	0,7	-0,1	1,7	1,3
PIB emergentes PPC (e)	7,1	2,7	3,7	3,4	3,1	4,2	3,7
		(nivel)					
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	423	400	400	350	355	340	345
Precio del petróleo, promedio WTI-Brent (US\$/barril)	69	100	98	89	81	81	76

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA 3: ESCENARIO INTERNO

	2021	2022 (f)		2023 (f)		2024 (f)	
	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM	IPoM
		Sep.22	Dic.22	Sep.22	Dic.22	Sep.22	Dic.22
PIB	11,7	1,75-2,25	2,4	-1,5/-0,5	-1,75/-0,75	2,25-3,25	2,0-3,0
Demanda interna	21,6	1,2	2,5	-4,7	-5,3	2,2	1,7
Demanda interna (sin var. de existencias)	18,0	0,9	3,2	-4,6	-4,6	2,6	1,9
Formación bruta de capital fijo	17,6	-3,3	2,9	-4,7	-5,0	2,9	-0,2
Consumo total	18,2	2,2	3,3	-4,6	-4,5	2,4	2,5
Consumo privado	20,3	1,4	2,7	-5,7	-5,9	2,5	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	1,3	0,9	5,5	6,0	3,0	3,2
Importaciones de bienes y servicios	31,3	-1,4	1,1	-5,5	-5,4	1,2	0,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	-6,3	-8,7	-3,6	-4,9	-3,3	-4,1
Ahorro nacional bruto (% del PIB)	18,8	18,9	17,7	20,0	20,2	19,9	19,8
Formación bruta de capital fijo nominal (% del PIB)	24,0	23,5	25,6	22,2	24,3	22,2	23,8

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



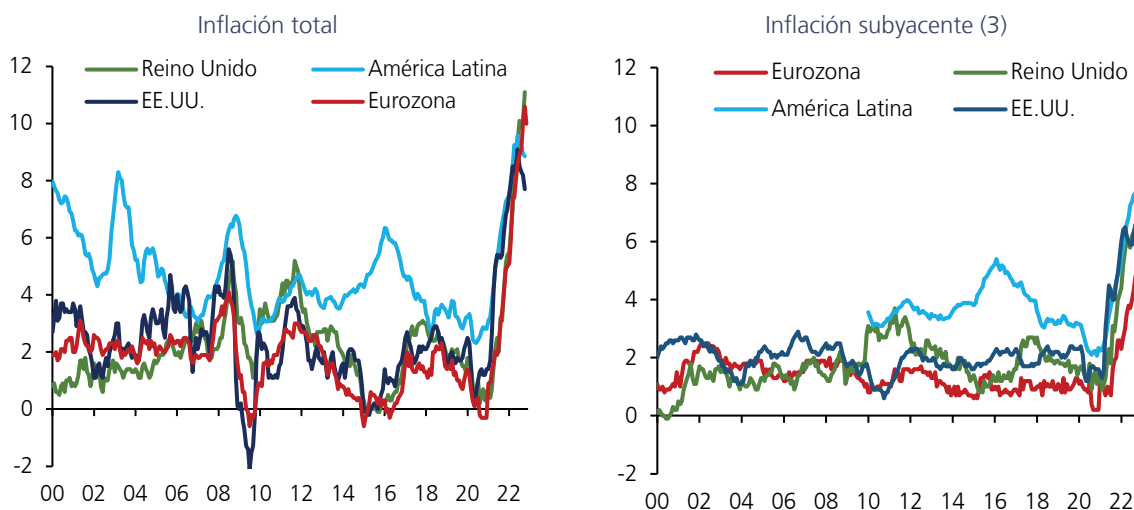
I. EVOLUCIÓN RECIENTE DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

La inflación mundial continúa elevada y los bancos centrales han reafirmado una postura más contractiva para su política monetaria, en especial la Reserva Federal de EE.UU. (Fed). En este contexto, de alta volatilidad en los últimos meses, las condiciones financieras han permanecido estrechas y las perspectivas de crecimiento mundial se han deteriorado para 2023-24. A nivel local, la economía ha continuado el proceso de ajuste iniciado a principios de este año y la inflación ha comenzado a disminuir en línea con lo esperado. El consumo privado continúa contrayéndose luego de los fuertes incrementos que mostró en 2021. La inversión ha sorprendido al alza en lo más reciente, particularmente en algunos sectores, aunque sus perspectivas siguen siendo débiles. El mayor dinamismo de este componente del gasto explica la mayor parte del aumento que mostró el déficit de la cuenta corriente —acumulado en el último año móvil— en el tercer trimestre. En suma, los desarrollos de los últimos meses mantienen la visión de que la economía seguirá perdiendo impulso en los próximos trimestres, a medida que avance en el proceso de ajuste necesario para la resolución de los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante el año pasado.

ESCENARIO INTERNACIONAL

La inflación mundial ha continuado en niveles altos, más allá de cierta moderación en algunos países (gráfico I.1). Los altos registros se han extendido a la parte subyacente de la inflación y han sido impulsados por alzas en los precios de servicios. En EE.UU., ello se explica en parte por las altas presiones salariales en un contexto en que el mercado laboral continúa exhibiendo un importante grado de estrechez. En el Reino Unido, la inflación total aumentó nuevamente y llegó hasta niveles no vistos en más de cuatro décadas. En la Eurozona, la inflación ha permanecido elevada y se ha expandido a ítems del IPC con mayor persistencia. En América Latina, en general, la inflación total ha descendido, no obstante, su componente subyacente ha continuado subiendo en varias economías. Destaca Colombia, donde los indicadores de inflación han subido de forma transversal. Por el contrario, en Brasil han habido retrocesos importantes en los últimos meses, explicados en buena parte por la reducción transitoria de los impuestos a los combustibles. Con todo, las perspectivas globales para la inflación apuntan a que esta seguirá alta durante 2023 y que su descenso será gradual (gráfico I.2).

GRÁFICO I.1 INFLACIÓN MUNDIAL (1) (2)
(variación anual, porcentaje)

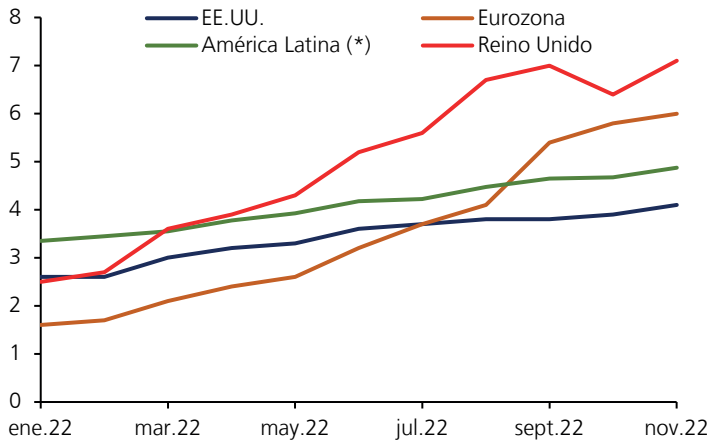


(1) Para América Latina corresponde al promedio simple de la inflación anual de Brasil, Colombia, Perú y México. (2) Para la Eurozona, el dato de noviembre corresponde a la entrega preliminar. (3) Excluye alimentos y energía.

Fuente: Bloomberg.



GRÁFICO I.2 PROYECCIONES DE INFLACIÓN PARA 2023
(variación promedio anual, porcentaje)

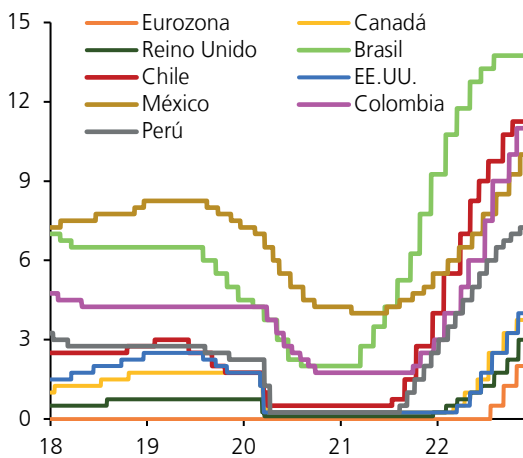


(*) Corresponde al promedio simple de la inflación anual a diciembre 2023 para México, Colombia, Brasil y Perú.
Fuente: Consensus Forecasts.

Los bancos centrales han reforzado el carácter contractivo de sus políticas monetarias, en particular en las economías desarrolladas, donde los procesos de ajuste monetario comenzaron más tarde (gráfico I.3). La Fed y el Banco Central Europeo, junto con alzas significativas de sus tasas de referencia, han dado señales de que la restrictividad será más prolongada que la esperada hace algunos meses. En América Latina, la mayoría de los bancos centrales ha seguido aumentando sus tasas de interés, aunque con ajustes más moderados que los observados meses atrás. Chile y Brasil—cuyo banco central detuvo las alzas en septiembre y no ha descartado reanudarlas en caso de requerirlo— han sido la excepción. En general, las expectativas apuntan a que los ciclos de alzas de tasas están próximos a finalizar en un grupo importante de economías emergentes y en varias se prevén recortes durante 2023.

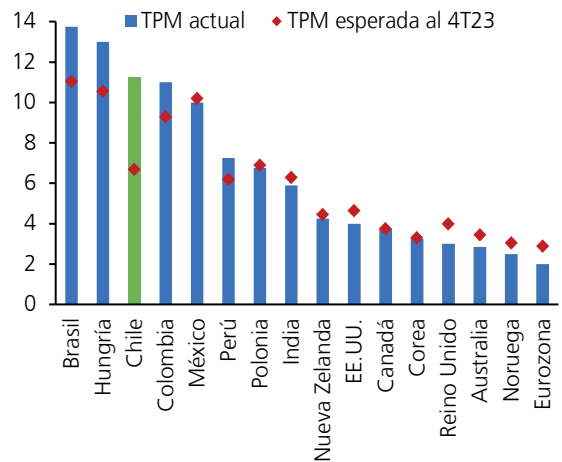
GRÁFICO I.3

Tasas de política monetaria (TPM)
(puntos porcentuales)



Fuente: Bloomberg.

TPM global y expectativas
(puntos porcentuales)

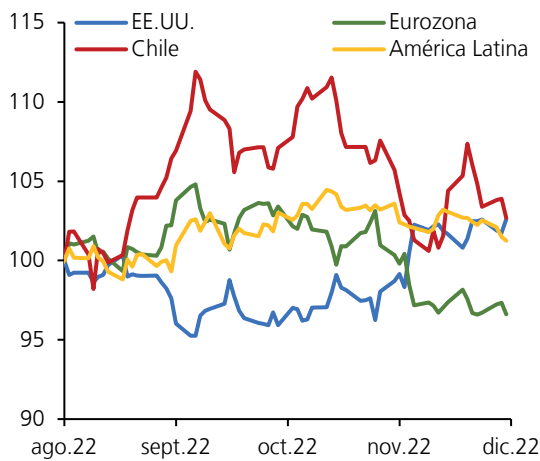




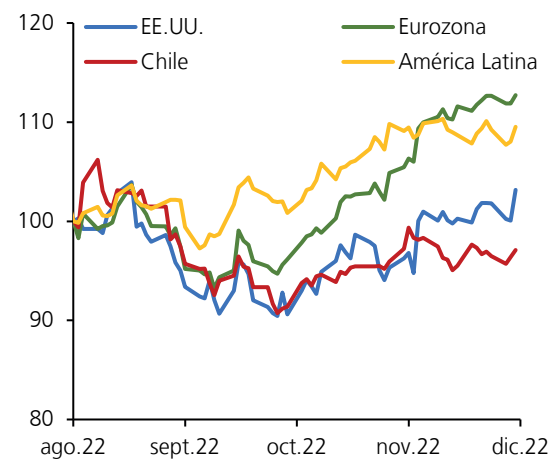
Los mercados financieros globales han recogido la mayor restrictividad monetaria, principalmente de la Fed, así como los temores de una recesión mundial. La volatilidad de los mercados se ha mantenido elevada (gráfico I.4). Estos siguen mostrando una alta sensibilidad a las publicaciones de datos y declaraciones de autoridades. Desde el IPoM de septiembre, las tasas de interés de corto y largo plazo han aumentado en un conjunto importante de economías. El dólar ha mostrado vaivenes significativos en el período, con una tendencia depreciativa en las últimas semanas que ha fortalecido al resto de las monedas. Los mercados bursátiles han evolucionado de forma heterogénea, con movimientos al alza en las últimas semanas, debido a un aumento en el apetito por riesgo global, que luce consistente con el actual contexto inflacionario y macroeconómico.

GRÁFICO I.4 CONDICIONES FINANCIERAS

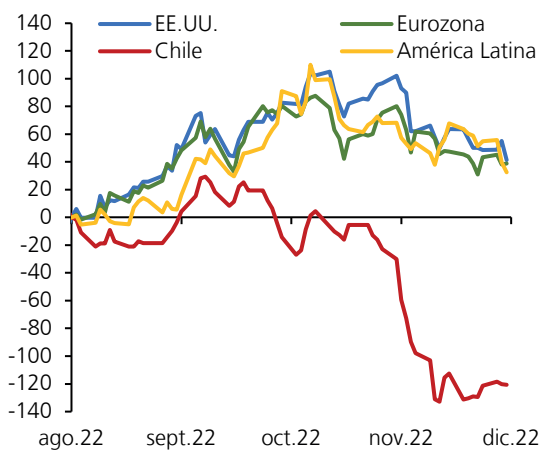
Monedas (1) (2) (3)
(índice 31.ago.22=100)



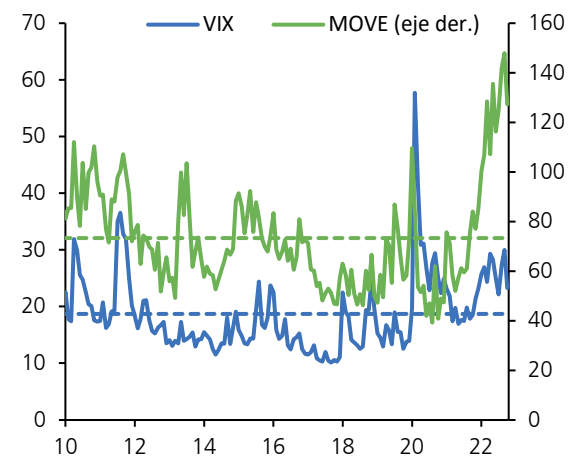
Mercados bursátiles (1) (2)
(índice 31.ago.22=100)



Tasas de interés de los bonos a 10 años nominales (1) (2)
(diferencia respecto del 31.ago.22, puntos base)



Índices de volatilidad financiera (4) (5)
(índice)



(1) Movimientos desde el cierre estadístico del IPoM de septiembre (31 de agosto). (2) América Latina considera el promedio simple entre Brasil, Perú, Colombia y México. (3) Aumentos (caídas) del índice representan depreciación (apreciación). Para EE.UU. se utiliza el U.S. Dollar Index. (4) Las líneas segmentadas horizontales corresponden a los promedios históricos entre 2010 y 2022 de cada índice. (5) El índice VIX mide la volatilidad implícita en opciones sobre el S&P500 en EE.UU. a un mes. El índice MOVE mide la volatilidad implícita en opciones sobre el bono del Tesoro de EE.UU. con distintas duraciones a un mes.

Fuente: Bloomberg.

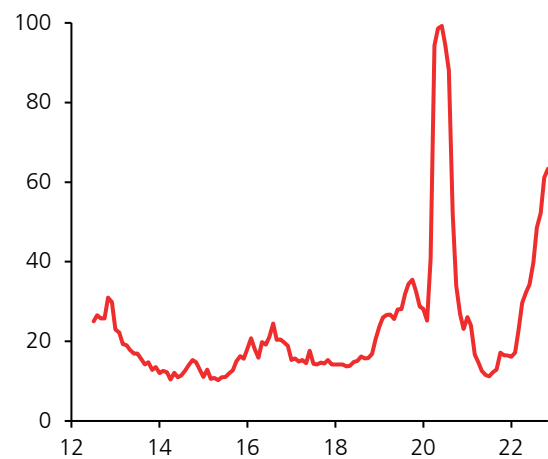
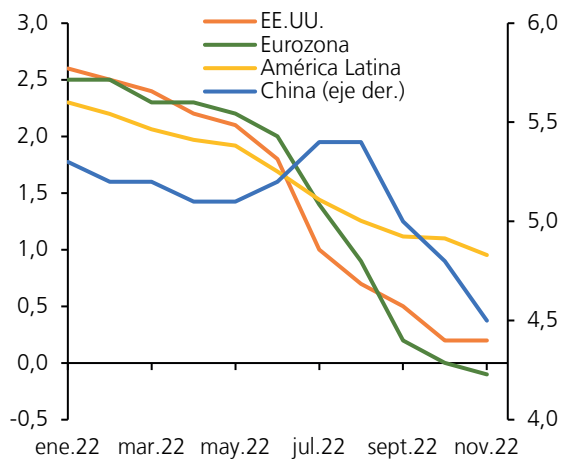


Las perspectivas para el crecimiento mundial de 2023 vuelven a reducirse, pese a sorpresas positivas en los datos efectivos de varias economías (gráfico I.5). En EE.UU., la alta inflación, una política monetaria contractiva por más tiempo que el anticipado y las estrechas condiciones financieras han contribuido a la reducción del crecimiento esperado para el año próximo. En la Eurozona, se añade la incertidumbre sobre la guerra en Ucrania, que sigue afectando las expectativas sobre la disponibilidad de energía y, en consecuencia, el impacto que tendría sobre la actividad. A esto se suma la caída de los ingresos reales y niveles de confianza que continúan bajos. En China se ha ido afianzando la visión de un menor crecimiento potencial. En ello se combinan los problemas y la incertidumbre en torno al sector inmobiliario, los efectos de la política de cero Covid y el impacto que la debilidad de la demanda mundial seguirá teniendo sobre el sector exportador. En América Latina el panorama luce algo más pesimista, en un contexto de condiciones de financiamiento poco favorables y en el que se anticipa un peor desempeño de los socios comerciales, menores precios de materias primas y riesgos de tensión interna que siguen latentes en distintos países. Todo lo anterior se da en circunstancias en que la política fiscal, en general, no será una fuente relevante de impulso global.

GRÁFICO I.5

Proyecciones de crecimiento para 2023 (1)
(porcentaje)

Probabilidad de recesión a doce meses en economías
desarrolladas (2)
(porcentaje)



(1) Para América Latina considera Brasil, Argentina, Perú, Colombia y México. Crecimiento ponderado a PPC, participaciones de cada economía según WEO (FMI). (2) Incluye EE.UU., Reino Unido, Alemania, Francia y Japón. Calculada como el promedio de las respuestas de las encuestas para estos países, ponderadas a PPC según su peso en el WEO (FMI).
Fuentes: Consensus Forecasts, FMI y Bloomberg.



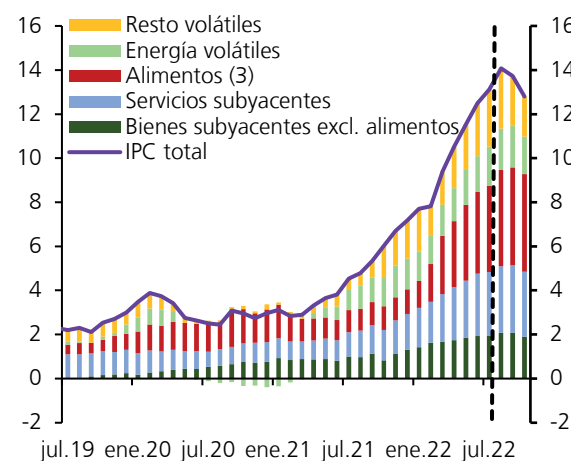
ESCENARIO NACIONAL

La inflación local descendió de acuerdo con lo esperado y llegó a 12,8% anual en octubre. La inflación subyacente —medida por el IPC sin volátiles— alcanzó 10,8% anual en ese mes, levemente por debajo del dato de septiembre (gráfico I.6). En la evolución reciente de los precios resaltó la desaceleración de los bienes subyacentes —excluyendo alimentos—, agrupación que tuvo una variación mensual negativa durante octubre. Los servicios subyacentes, por otro lado, han mostrado algo más de persistencia, lo que responde en cierta medida a la indexación de precios. De hecho, los ítems indexados han continuado su tendencia al alza. Respecto de los precios volátiles, los alimentos han mantenido una elevada incidencia en la inflación anual, en tanto la contribución de la energía se ha reducido levemente en el margen.

GRÁFICO I.6

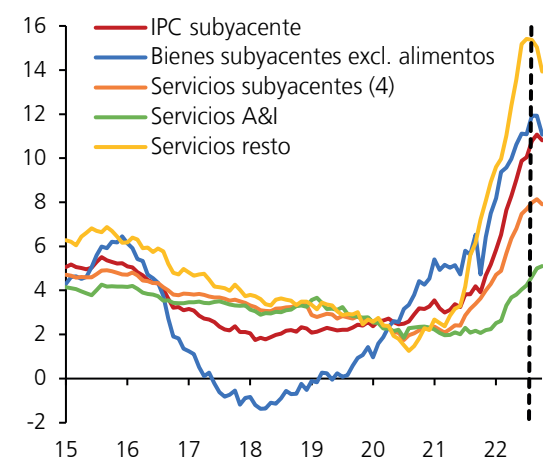
Indicadores de inflación (1) (2)

(incidencias en la var. anual, puntos porcentuales)



Inflación subyacente (1)

(variación anual, porcentaje)



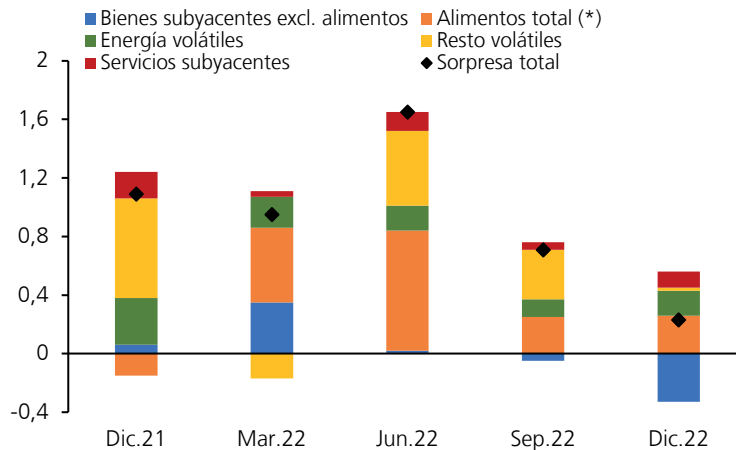
(1) Línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre 2022. (2) Para mayor detalle sobre las distintas agrupaciones y su participación en la canasta del IPC total, ver [Recuadro IV.1 IPoM diciembre 2019](#), [Carlomagno y Sansone \(2019\)](#) y [Glosario económico](#). (3) Considera la suma de alimentos volátiles y no volátiles. (4) Corresponde a la suma de Servicios Administrados e Indexados y Servicios resto.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

La magnitud de las sorpresas inflacionarias se redujo significativamente en los últimos meses, con diferencias que, en el agregado, se concentran en los ítems volátiles (gráfico I.7). Entre agosto y octubre, la inflación acumuló 0,23 puntos porcentuales (pp) más que lo estimado en el IPoM anterior. Esta sorpresa se explicó, principalmente, por los mayores precios de distintos ítems de alimentos y por los combustibles, estos últimos afectados por el traspaso de un tipo de cambio más alto que el supuesto en el IPoM de septiembre. Resaltó una sorpresa significativa a la baja en la inflación subyacente de bienes —excluyendo alimentos—, la que estuvo asociada mayormente a los precios de los automóviles. Los servicios subyacentes, por otro lado, se ubicaron por sobre lo previsto y explican la sorpresa restante.



GRÁFICO 1.7 SORPRESAS INFLACIONARIAS ACUMULADAS EN CADA IPOM
(puntos porcentuales)



(*) Suma de alimentos volátiles y no volátiles.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

Los costos han mostrado una moderación en lo más reciente, aunque siguen en niveles elevados (gráfico 1.8). El índice de [precios al productor industrial del INE](#) se redujo en términos anuales y alcanzó una variación de 13,7% en octubre. El [índice de costos del transporte](#) moderó su variación anual en octubre y llegó a 28%, levemente por debajo de lo registrado en septiembre, y siguió impulsado por los precios de los combustibles. En el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de noviembre](#) las empresas reportaron que las presiones de costos vistas en trimestres anteriores comenzaron a ceder, pese a que seguían siendo elevadas. Asimismo, algunos entrevistados comentaron el impacto negativo que las fluctuaciones del tipo de cambio estaban teniendo sobre sus costos. Hacia adelante, las perspectivas de costos recogidas por el IMCE han evidenciado caídas importantes respecto de los máximos observados hace algunos meses, especialmente en la industria y la construcción.

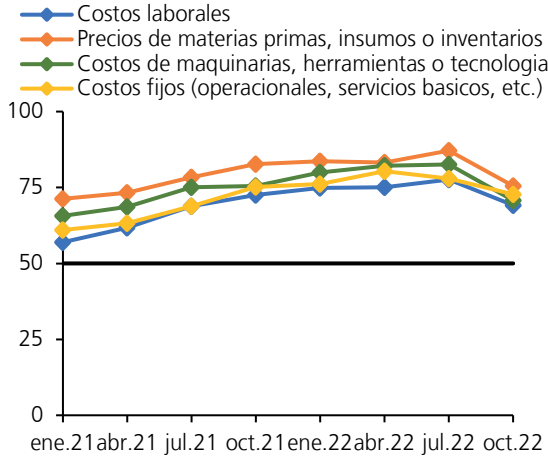
Los precios de las materias primas han descendido desde los máximos alcanzados en la primera parte del año, más allá de que siguen altos en perspectiva histórica. Esto ocurre en un escenario en el que se conjugan débiles expectativas para la actividad mundial y mercados en que persisten restricciones de oferta (gráfico 1.9). El precio del barril de petróleo ha mostrado gran volatilidad y se ubica en torno a US\$82 (-14% desde el IPoM de septiembre, para el promedio WTI-Brent). Ello en medio de perspectivas de demanda mundial de crudo que se han ajustado a la baja, aunque con niveles de inventarios aún estrechos en un contexto en el que la OPEP+ acordó nuevos recortes en la producción. Los precios de los metales también han caído desde las altas cotizaciones observadas el primer semestre. Al cierre de este IPoM, el precio del cobre se ubica en torno a US\$3,6 la libra.

Respecto de los alimentos, el índice de la FAO se encuentra en un nivel algo más bajo que al cierre del IPoM anterior, y por debajo del máximo histórico alcanzado en marzo de este año. En lo más reciente prevalecieron las mejores perspectivas de oferta para una serie de productos. Los menores precios de las materias primas han visto contrarrestado su traspaso a precios locales por los movimientos del tipo de cambio. Comparado con el cierre estadístico del IPoM de septiembre, el peso se depreció en torno a 1%, aunque en los días previos a la publicación de este IPoM se ubicó por debajo de \$900.

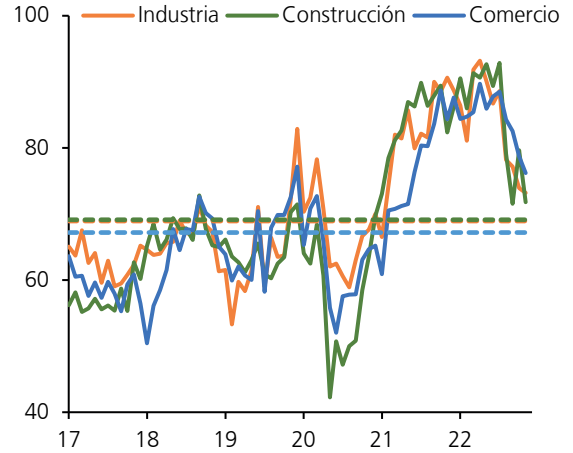


GRÁFICO I.8 PRESIONES DE COSTOS

EPN: Percepción de la evolución de costos de la empresa en los últimos 3 meses (1)
(índice de difusión)



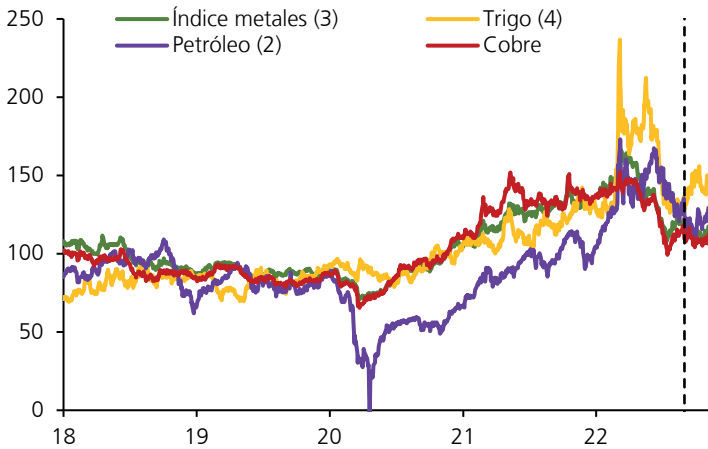
IMCE: Expectativas de costos (2) (3)
(índice de difusión)



(1) Un valor sobre (bajo) 50 representa una mayor proporción de respuestas de aumento (disminución). Respuestas ponderadas por tamaño de la empresa. La ponderación por tamaño incorpora la importancia económica de las empresas en el índice, dándole un mayor peso a las respuestas de las empresas con mayor participación en el valor agregado. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica perspectivas de expansión (contracción). (3) Las líneas horizontales segmentadas corresponden a los promedios históricos entre enero 2004 y noviembre 2022.

Fuentes: Banco Central de Chile e Icare/Universidad Adolfo Ibáñez.

GRÁFICO I.9 PRECIOS DE MATERIAS PRIMAS (1) (índice, promedio 2010-2022=100)



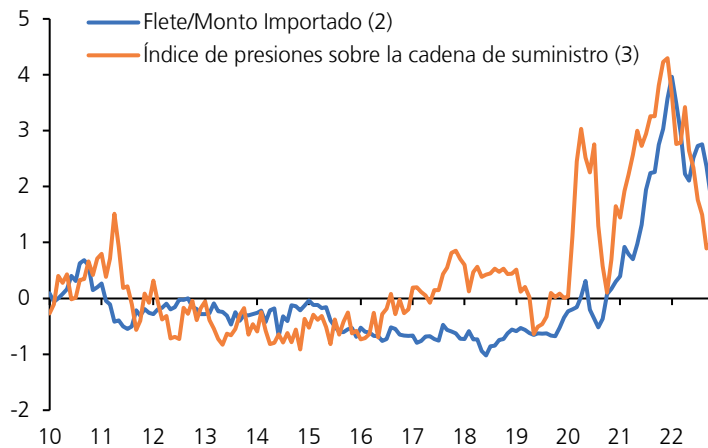
(1) La línea vertical segmentada corresponde al cierre estadístico del IPoM de septiembre. (2) Precio promedio entre barril WTI y Brent. (3) Corresponde al S&P GSCI Industrial Metals. (4) Corresponde al precio de los futuros a 1 mes.

Fuente: Bloomberg.



Las cadenas de suministro global han continuado normalizándose, lo que también ha restado algo de presión sobre los costos externos (gráfico I.10). Los cuellos de botella se han ido reduciendo a medida que la demanda global de bienes ha continuado debilitándose. También contribuyeron las menores restricciones de movilidad en China en los últimos meses, si bien buena parte de estas han sido reestablecidas debido al incremento de los contagios durante las últimas semanas.

GRÁFICO I.10 COSTOS DE TRANSPORTE Y CUELLOS DE BOTELLA (1)
(desviaciones estándar)



(1) Desviaciones estándar respecto de su promedio. (2) Este estudio se realiza en el ámbito de la agenda de investigación que desarrolla el Banco Central de Chile (BCCCh) en materias económicas y financieras de su competencia. En el marco de esta agenda, el BCCCh tiene acceso a información innominada de diversas entidades públicas y privadas, en virtud de convenios de colaboración suscritos con esas instituciones. (3) Corresponde al [Global Supply Chain Pressure Index](#).

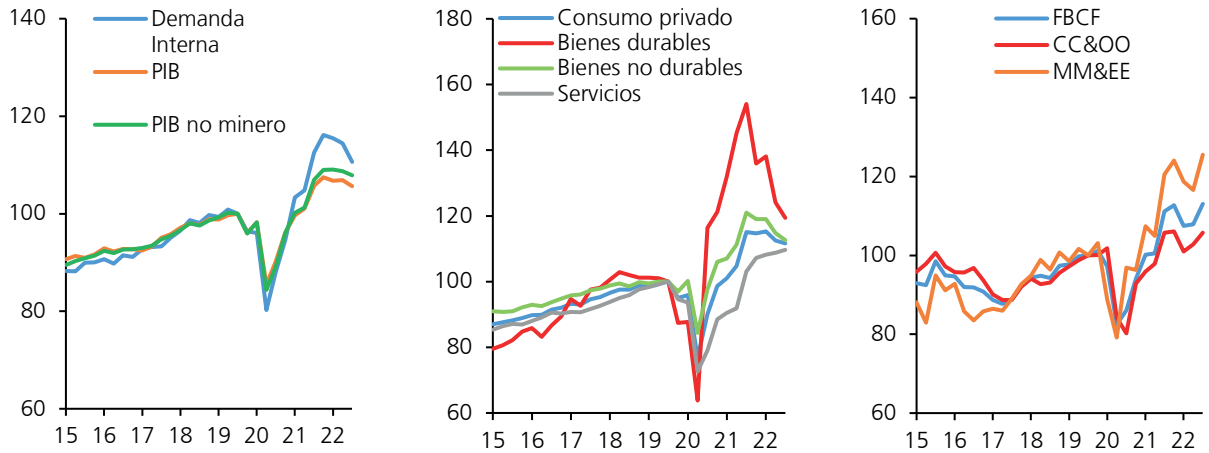
Fuentes: Banco Central de Chile en base a microdatos del Servicio Nacional de Aduanas de Chile y Fed NY.

La actividad ha continuado el proceso de ajuste necesario para resolver los desequilibrios macroeconómicos acumulados durante el año pasado. La serie desestacionalizada del PIB no minero retrocedió 0,8% respecto del trimestre anterior, su segunda caída consecutiva (gráfico I.11). Este descenso se dio en la mayoría de los sectores, en especial el comercio, cuya actividad retrocedió 2,8% en el trimestre. Los servicios empresariales marcaron la excepción y crecieron 1,1%, continuando con la tendencia de crecimiento que registra desde mediados de 2020, lo que podría estar reflejando un cambio estructural en la operación de las empresas hacia una mayor automatización y tercerización de los procesos productivos. Por su parte, en su serie desestacionalizada, la actividad minera registró un descenso trimestral de 3,3%, lo que se relaciona con problemas operacionales en Codelco. El Imacec no minero desestacionalizado retrocedió 0,4% en octubre, reafirmando la tendencia decreciente de la actividad.

El consumo privado ha seguido moderándose luego de los máximos alcanzados en 2021, en línea con la evolución de sus fundamentos (gráfico I.11). Los datos de cuentas nacionales reflejan un nuevo retroceso trimestral del consumo de los hogares, que cayó 0,8% en términos desestacionalizados. La caída se concentró en los bienes, sobre todo en los durables (-3,8% trimestral desestacionalizado) que han deshecho parte importante de la excesiva alza que mostraron en 2021. Datos parciales del cuarto trimestre, comercio minorista y ventas mediante boleta electrónica, sugieren que el consumo de bienes continuó disminuyendo. En cuanto al consumo de servicios, este ha continuado creciendo, en línea con el fin de las limitaciones a la oferta tras el levantamiento de las restricciones sanitarias. Este resultado se da en medio de una mayor cautela por parte de los consumidores ([IPN de noviembre](#)), de la normalización de la liquidez y una masa salarial real que muestra escasos cambios en los últimos meses (gráfico I.12).

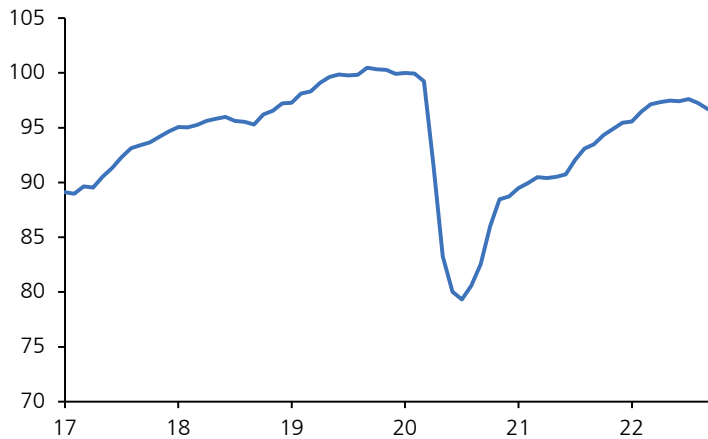


GRÁFICO I.11 INDICADORES DE ACTIVIDAD
(índice, tercer trimestre 2019 = 100, series desestacionalizadas)



Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO I.12 MASA SALARIAL REAL (*)
(índice ene.20 = 100, desestacionalizado)



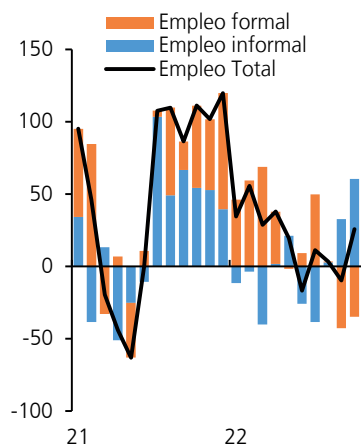
(*) Cálculo en base a series desestacionalizadas de IREM real, horas habituales trabajadas y ocupación.
Fuente: Banco Central de Chile en base a Instituto Nacional de Estadísticas.

En el mercado laboral se observa que la creación de empleo permanece baja y los salarios reales continúan disminuyendo (gráfico I.13). La ocupación total y la fuerza de trabajo se han mantenido sin alteraciones relevantes durante los últimos meses. Sin embargo, se ha observado una disminución del empleo asalariado formal que se ha compensado con una mayor participación del resto de las categorías ocupacionales, particularmente el empleo asalariado informal y por cuenta propia. En tanto, los salarios reales han seguido profundizando su caída. Algunos indicadores del mercado laboral sugieren un probable deterioro de este en el futuro. Así, las vacantes de trabajo han disminuido —Índice de Avisos Laborales de Internet y datos del Observatorio Laboral SENCE— y las perspectivas respecto del empleo por parte de empresas y consumidores siguen débiles según información de la EPN, el IMCE y el IPEC.

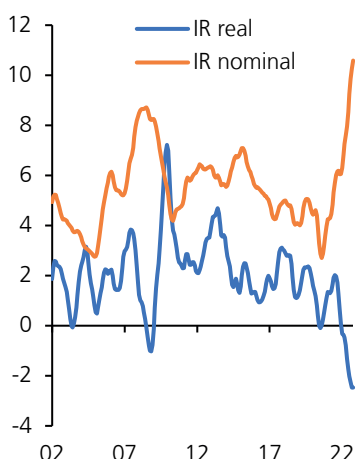


GRÁFICO I.13 INDICADORES DEL MERCADO LABORAL

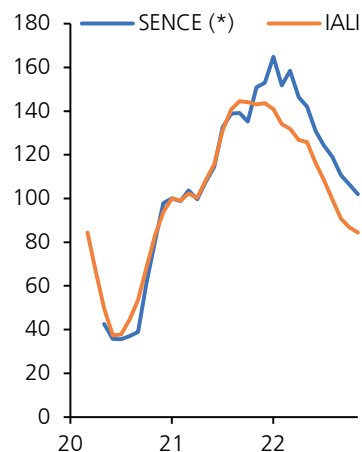
Empleo formal e informal
(variación t.móvil/t.móvil, miles)



Índice de Remuneraciones
(velocidad trimestral anualizada,
media móvil anual, porcentaje)



Demanda laboral
(índice enero 2021 = 100,
media móvil 3 meses)



(*) Información del Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo, Observatorio Laboral Sence. Los índices fueron construidos en base a información de *trabajando.com* y *laborum.cl* con cobertura nacional. El número de avisos corresponde a la cantidad de avisos publicados por empresas. Último dato disponible al 30 de noviembre.

Fuentes: Sistema de Análisis de Bolsas de Empleo, Observatorio Laboral Sence, INE y Banco Central de Chile.

La inversión da cuenta de un dinamismo mayor que el esperado en el IPoM anterior (gráfico I.11).

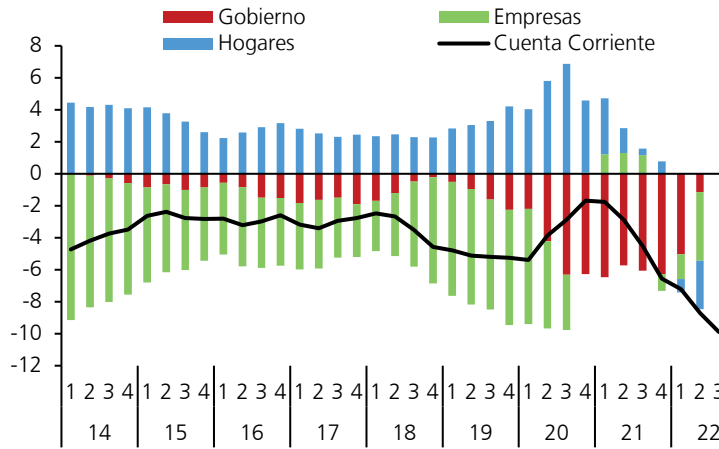
Los datos de inversión sorprendieron al alza en el tercer trimestre, creciendo 4,7% trimestral en su serie desestacionalizada. Este crecimiento se dio tanto en maquinaria y equipos (7,6%) como en construcción y otras obras (2,9%). Respecto del primer componente, la sorpresa provino en gran parte de proyectos asociados a transporte y energías renovables, en un contexto en que las energías no convencionales continúan ganando participación en la matriz energética nacional. En cuanto a la construcción y otras obras, el mayor dinamismo estuvo relacionado fundamentalmente con el aumento del gasto en servicios y obras de ingeniería asociadas a fases terminales de los proyectos mineros.

La cuenta corriente sigue mostrando un elevado déficit. En el último tiempo, la cuenta corriente ha registrado un significativo déficit: 6,6% del PIB en 2021 y 9,9% del PIB —acumulado en doce meses— en el tercer trimestre de 2022. Esto se debe, por una parte, a una notoria disminución del ahorro nacional tras la implementación de las medidas fiscales y retiros de fondos previsionales que se llevaron a cabo a partir del segundo semestre de 2020. A esto se suma el efecto de la caída de los términos de intercambio, los altos costos de transporte, los problemas logísticos en el comercio internacional y el incremento de los precios de las materias primas. Por el lado de la cuenta financiera, el mayor déficit se vincula al significativo aumento de la inversión de cartera y otras inversiones ocurrido durante 2021, y al incremento de la inversión extranjera directa durante 2022 (gráfico I.14). Esto en un contexto en el que las importaciones han mostrado un mayor dinamismo que el esperado, especialmente en líneas relacionadas con la inversión.

Se espera que estos elevados niveles del déficit de la cuenta corriente sean transitorios. Los factores tras la pérdida de ahorro nacional han ido en retirada. Hacia adelante, se espera que estos fenómenos se reviertan de la mano de un ajuste adicional del consumo y la inversión, bajo el supuesto que las políticas que estimularon la fuerte caída del ahorro nacional no se repetirán. Las proyecciones del presente IPoM consideran que el déficit de cuenta corriente baje sustancialmente en lo venidero, a 4,9 y 4,1% del PIB en 2023 y 2024, respectivamente.



GRÁFICO I.14 CUENTA CORRIENTE: AHORRO MENOS INVERSIÓN POR SECTOR INSTITUCIONAL
(porcentaje del PIB nominal, año móvil)

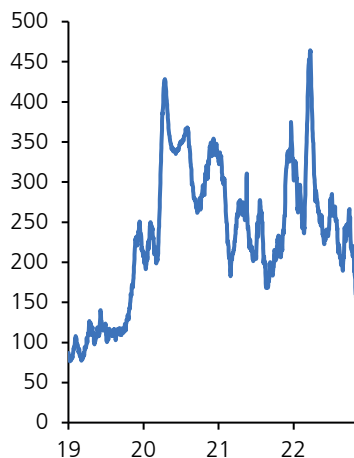


Fuente: Banco Central de Chile.

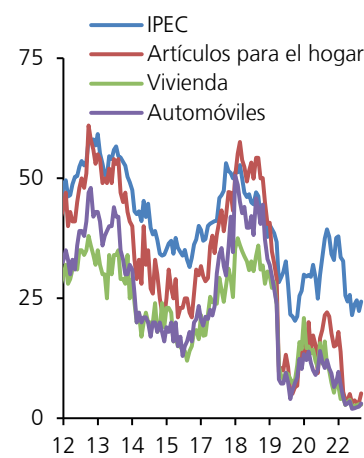
La incertidumbre local ha disminuido. Sin embargo, los agentes del mercado continúan pesimistas según diferentes indicadores (gráfico I.15). En los últimos meses el Índice de Incertidumbre Económica y Política (Depuc) disminuyó significativamente, al mismo tiempo que las empresas indican que se ha reducido la reticencia a invertir asociada a la incertidumbre política (EPN). De todas formas, sigue negativa la percepción de empresas y consumidores respecto de la economía. El Índice de Percepción de la Economía (IPEC) continúa cerca de sus mínimos registrados en el período más agudo de la pandemia. El mismo índice muestra una baja disposición para la compra de bienes durables, tales como artículos para el hogar, vehículos y vivienda. A su vez, la confianza empresarial —medida por el IMCE— continúa deteriorada en todos los sectores, en donde siguen sobresaliendo las perspectivas más negativas de la construcción.

GRÁFICO I.15 INCERTIDUMBRE Y PERCEPCIÓN SOBRE LA ECONOMÍA

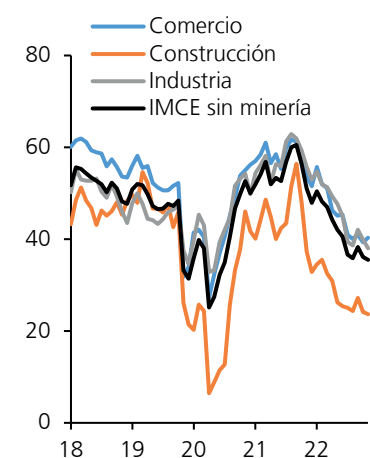
Depuc (1)
(índice)



IPEC (2)
(índice de difusión)



IMCE (2)
(índice de difusión)



(1) Media móvil a 30 días. Desde diciembre del 2021, el índice incluye una actualización al diccionario de palabras utilizado para su construcción, como una forma de incorporar nuevos elementos que influyen en la coyuntura local. (2) Un valor sobre (bajo) 50 indica optimismo (pesimismo).

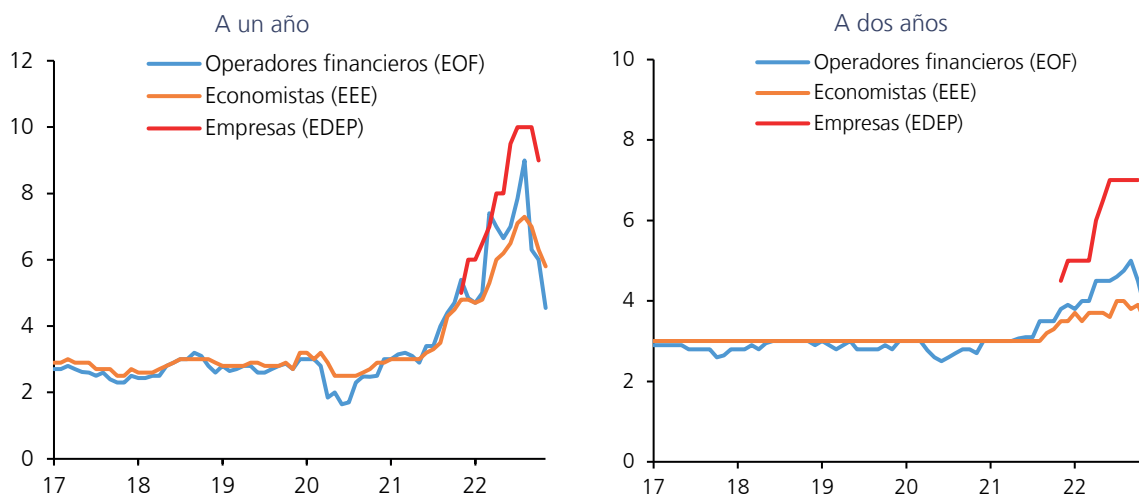
Fuentes: Banco Central de Chile en base a [Becerra y Sagner \(2020\)](#), Gfk/Adimark y UAI/CARE.



Las perspectivas para la actividad han continuado ajustando al alza el crecimiento a corto plazo, y a la baja el de mediano plazo. Para el año 2022, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de noviembre muestra que la mediana de las expectativas de crecimiento se ubicó en 2,3% (1,9% en agosto). En cambio, para 2023 se ubica en -1,4% (-0,4% en agosto). En tanto, en noviembre, las proyecciones de Consensus Forecasts ubicaron el PIB nacional en 2,2% en 2022 y en -1,1% en 2023 (1,9 y -0,4%, respectivamente, en la encuesta de agosto).

Las expectativas de inflación continúan por sobre la meta en el horizonte de política monetaria (gráfico I.16). Las últimas encuestas a especialistas —la EEE de noviembre y la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de Política Monetaria (RPM) de diciembre— muestran que para el horizonte de dos años las expectativas de inflación se ubicaron en 3,5 y 3,8%, respectivamente (4,0 y 5,3% en las encuestas previas al IPoM de septiembre). Para el mismo plazo, las expectativas de los empresarios contenidas en la Encuesta de Determinantes y Expectativas de Precios (EDEP) se mantuvieron en 7%. Las compensaciones inflacionarias prevén una inflación de 4,2 y 3,0% a dos y cinco años plazo, respectivamente^{1/}.

GRÁFICO I.16 EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN EN ENCUESTAS (1) (2)
(variación anual, porcentaje)



(1) Se muestran las medianas de las respuestas. (2) La EOF considera la encuesta de la primera quincena de cada mes hasta enero del 2018. Desde febrero de ese año, considera la última encuesta publicada en el mes, incluyendo la previa a la Reunión de diciembre 2022. En los meses en los que no se publica la encuesta, se considera la última disponible.
Fuente: Banco Central de Chile.

La inflación esperada a un año plazo disminuyó (gráfico I.16). Las expectativas contenidas en las últimas versiones de la EEE y la EOF se ubicaron en 5,8 y 4,6%, respectivamente (7,3 y 7,9% en las encuestas previas al IPoM de septiembre). Respecto de las expectativas de las empresas, en la EDEP se anticipa que la inflación se aproximaría a 9% a doce meses (10% en el IPoM anterior). De todas formas, cabe destacar la importante dispersión en las respuestas de todas estas encuestas. En el mismo horizonte, las perspectivas implícitas en los contratos de seguros de inflación también disminuyeron, ubicándose en torno a 4,6%.

En este contexto, las encuestas a expertos reflejan una TPM sin alteraciones hasta comienzos del segundo trimestre de 2023. Los encuestados de la EEE de noviembre y de la EOF previa a la RPM de diciembre pronostican que el primer recorte de la TPM se dará en la Reunión de Política Monetaria (RPM) de abril, el que estaría entre 75 y 100pb. Además, en ambas encuestas se refleja una disminución en las expectativas para la tasa a un año. La EEE la ubica en 8%, mientras que la EOF en 6,25% (previo al IPoM de septiembre la situaban en 8,5 y 9,0%, respectivamente). Las expectativas a dos años también disminuyeron, hasta 5,0% en ambas encuestas.

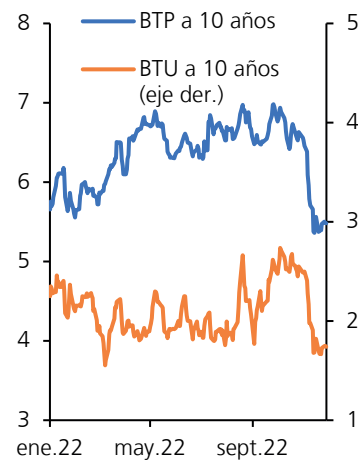
^{1/} A dos años corresponde a la compensación inflacionaria 1 en 1. A cinco años corresponde a la compensación inflacionaria 3 en 2.



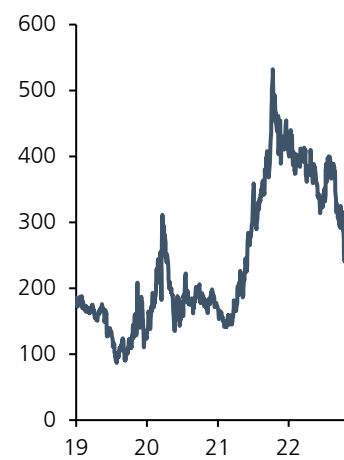
En el mercado financiero local, se ha observado una caída relevante de las tasas nominales, reflejando un menor premio por riesgo (gráfico I.17). En comparación con inicios de septiembre, los papeles nominales a 10 años anotan descensos del orden de 125 puntos base (pb). Tasas a menor plazo —SPC a 1 y 2 años— caen en torno a 250pb en ese lapso. Al mismo tiempo, el *spread* respecto de las tasas internacionales disminuye significativamente. En este contexto, la trayectoria implícita para la TPM también ha descendido. En todo caso, las tasas reales muestran movimientos de menor magnitud.

GRÁFICO I.17 TASAS DE LARGO PLAZO Y EXPECTATIVAS DE TPM

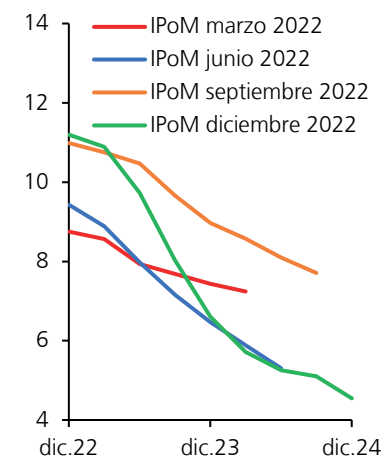
Tasas de instrumentos de largo plazo (porcentaje)



Spread BTP-UST 10 años (puntos base)



Expectativas de TPM (1) (2) (porcentaje)



(1) Se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva swap promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de cámara promedio (ICP). (2) Promedio trimestral al 23 de marzo de 2022, al 1 de junio del 2022, 31 de agosto del 2022 y 30 de noviembre, respectivamente.

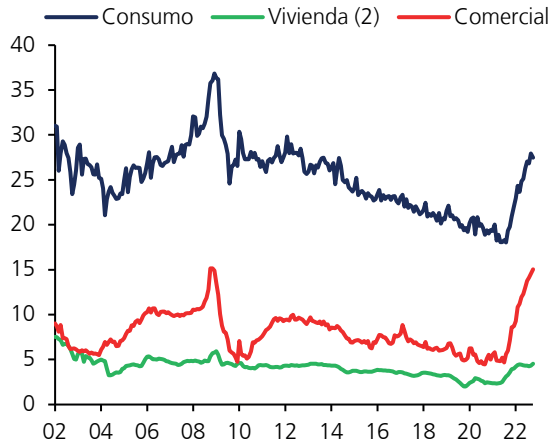
Fuentes: Bloomberg, Bolsa de Comercio de Santiago y Banco Central de Chile.

El crédito bancario interno sigue con un bajo dinamismo, en medio de una demanda acotada y una oferta restrictiva. Descontada la inflación, el stock total de colocaciones continúa bajo (gráfico I.18). Destaca la cartera de consumo, que registra un nivel notoriamente por debajo del que mostraba previo a la pandemia. En tanto, las colocaciones hipotecarias se han mantenido relativamente estables, en un contexto en que el flujo de nuevas operaciones ha disminuido. Lo anterior es, en parte, reflejo de una oferta de crédito restringida y una demanda débil en todos los segmentos —tal como se muestra en la Encuesta de Crédito Bancario (ECB) del tercer trimestre—, como resultado de que las percepciones económicas continúan pesimistas y de las altas tasas de referencia.

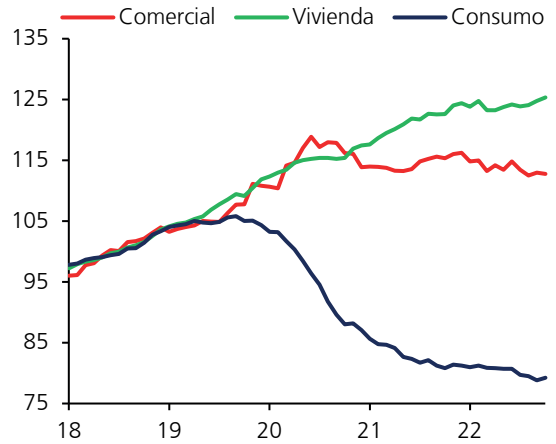


GRÁFICO I.18 INDICADORES DEL MERCADO CREDITICIO

Tasas de interés de colocaciones (1)
(porcentaje)



Colocaciones reales (3)
(índice 2018 = 100, desestacionalizado)



(1) Tasas promedio ponderadas de todas las operaciones efectuadas en cada mes. (2) Corresponden a colocaciones en UF. (3) Datos reales contruidos con el empalme del IPC base anual 2018.
Fuente: Banco Central de Chile en base a información de la CMF.



RECUADRO I.1:

Importancia de los *shocks* de demanda y oferta en la inflación de bienes

El importante aumento de la inflación en Chile desde 2021 se encuentra fuertemente influenciado por factores de demanda interna y, en menor medida, por factores de oferta. Este Recuadro presenta un análisis que reafirma esta visión. El análisis distingue la relevancia de ambos tipos de *shocks* en la evolución de la inflación de bienes. Los resultados muestran que en los últimos meses los efectos asociados a factores de demanda han ido en retirada, en línea con el ajuste de la economía, especialmente del consumo. Por otro lado, el descenso del precio de los *commodities* y la moderación de los problemas en las cadenas de suministro mundiales, han ayudado a estabilizar los factores de oferta.

Antecedentes y descomposición de *shocks* a nivel de producto del IPC

En los últimos IPoM se ha presentado una descomposición de los factores que explican el alza de la inflación basada en los modelos estructurales de proyección, estimados en base a variables macroeconómicas agregadas. En septiembre, dicha descomposición mostró que aproximadamente dos tercios del alza de la inflación acumulada desde comienzos de 2021 se explicaba por factores internos y un tercio por externos ([IPoM septiembre 2022](#), gráfico II.8). Entre los primeros destacaba el aumento de la demanda por consumo, impulsado por la fuerte expansión de la liquidez debido a las medidas de estímulo fiscal y los retiros de fondos de pensiones, así como la depreciación idiosincrática del peso influenciada por el aumento de la incertidumbre local. También se señaló que los factores externos —principalmente asociados a elementos de oferta— habían adquirido mayor importancia durante 2022.

Dichas estimaciones utilizan variables agregadas. Una estrategia alternativa para analizar los determinantes de la inflación es distinguir la importancia de *shocks* de demanda y oferta a nivel desagregado (productos del IPC) y luego agregar los resultados para obtener una lectura macro. Este Recuadro presenta los resultados obtenidos usando esa metodología^{1/}.

Los factores que explican el aumento de la inflación de bienes en Chile

Los resultados indican que la dinámica de la inflación subyacente de bienes durante la pandemia se puede dividir en tres períodos (gráfico I.19). El primero, desde marzo 2020, contempla el impacto inicial del cierre de la economía producto del Covid-19, que generó un *shock* de oferta que presionó los precios al alza. Al mismo tiempo, las restricciones a la movilidad y el ahorro precautorio implicaron una caída en la demanda que generó presiones en la dirección opuesta. En el neto, ambos efectos tendieron a cancelarse, lo que explica la escasa variación en los niveles de precios en el principio de la pandemia.

El segundo periodo abarca todo 2021. En él, la oferta se fue normalizando en la medida que las empresas se fueron adaptando y las cadenas de suministro se fueron restableciendo. Al mismo tiempo, el relajamiento de las medidas de confinamiento e inyecciones de liquidez a los hogares generaron un fuerte aumento de la demanda por

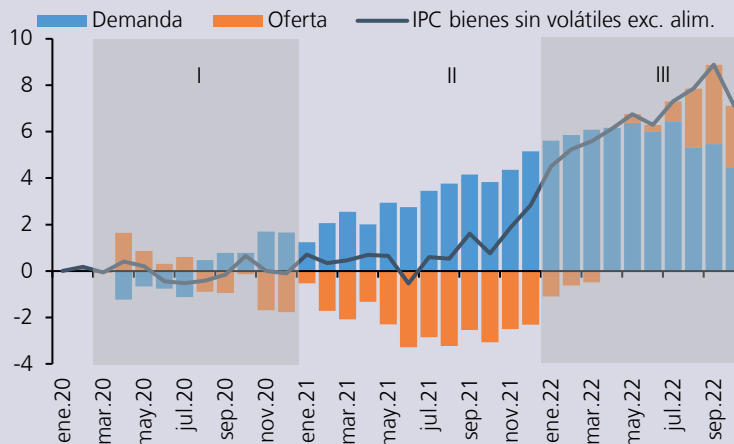
^{1/} En términos generales, se utilizan los datos de factura electrónica (FE) para generar índices de precios y cantidad para algo más de 170 productos del IPC (56% de la canasta), en su mayoría bienes. Se estima un modelo VAR para cada producto, utilizando dichos índices. En base a restricciones de signo, se identifican *shocks* de demanda como aquellos que generan movimientos de cantidades y precios en la misma dirección, y *shocks* de oferta que generan movimientos de estas variables en direcciones opuestas. Finalmente, los *shocks* se agregan utilizando los ponderadores de la canasta del IPC. El análisis de este Recuadro se enfoca en el agregado de bienes sin volátiles excluyendo alimentos, para el cual se logra una cobertura de 78% con la FE. Para mayores detalles ver [Carlomagno et al. \(2022\)](#).



bienes —reflejada en un *shock* de demanda que fue incrementándose durante ese año— que más que compensó la normalización de la oferta, impulsando una importante aceleración de la inflación.

Finalmente, durante 2022, en un contexto de alta demanda, la invasión rusa a Ucrania y la política de cero Covid-19 en China provocó un aumento significativo de los precios de los *commodities* y una interrupción de las cadenas de suministro a nivel mundial, gatillando *shocks* de oferta que se sumaron a niveles de inflación que ya eran muy elevados^{2/}.

GRÁFICO I.19 DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DEL IPC DE BIENES SIN VOLÁTILES EXCL. ALIMENTOS (*)
(variaciones acumuladas desde enero 2020, puntos porcentuales)



(*) Descomposiciones históricas de un modelo VAR con restricciones de signo para los 177 productos disponibles de la FE. La canasta total del IPC comprende 303 productos, de los cuales 95 corresponde a bienes sin volátiles excluyendo alimentos, cuya cobertura con la FE es de 78% (74 productos). La línea negra representa la evolución acumulada desde marzo 2020 hasta octubre 2022. Las áreas sombreadas denotan los siguientes periodos: (I) marzo – diciembre 2020, (II) enero – diciembre 2021 y (III) enero – octubre 2022. Fuente: [Carlomagno et al. \(2022\)](#) en base a información del Instituto Nacional de Estadísticas, Servicio de Impuestos Internos y Banco Central de Chile.

En los últimos meses, se observa que las presiones de demanda han comenzado a reducirse, en línea con el ajuste macroeconómico y del consumo (gráfico I.12). Por otro lado, las presiones de oferta han comenzado a estabilizarse en el margen, ante el descenso de los precios de las materias primas y la reducción de los problemas de las cadenas de suministro mundiales (gráficos I.9 y I.10).

Conclusiones

La gran expansión de la demanda interna que tuvo lugar desde 2021 es la principal causa de la elevada inflación que hoy sufre la economía chilena. Esta conclusión es robusta a la estrategia de estimación utilizada: modelos estructurales estimados con variables agregadas y modelos empíricos altamente desagregados entregan lecturas similares. El análisis empírico presentado en este Recuadro sugiere que las presiones de demanda en la inflación de bienes habrían empezado a ceder en los últimos meses, mientras que las de oferta se habrían estabilizado en el margen. Por su parte, la inflación de servicios —no analizada en este Recuadro— ha continuado aumentando y mostrará una persistencia mayor debido a la indexación de precios. Con todo, cabría esperar que la moderación de los registros de inflación que se ha observado recientemente (gráfico I.6) continúe en los próximos meses, de no mediar nuevos eventos disruptivos.

^{2/}Cabe destacar que, en esta descomposición, los *shocks* de oferta pueden representar *shocks* de oferta “puros” (por ejemplo, de costos), así también como la depreciación del tipo de cambio. De hecho, una estrategia de identificación alternativa incluyendo variaciones del tipo de cambio sugiere que una parte de estos *shocks* de oferta pueden ser atribuidos a movimientos en el tipo de cambio.



RECUADRO I.2:

Mercado laboral e inflación

El comportamiento de la inflación de salarios es un determinante fundamental de la dinámica inflacionaria. Lo anterior es particularmente relevante en contextos de alta inflación, en los cuales la sensibilidad de los salarios nominales a las condiciones del mercado laboral y a la propia inflación pasada puede ser mayor. El análisis de registros administrativos y la comparación internacional presentados en este recuadro sugieren que la dinámica actual del mercado laboral chileno no ha generado presiones adicionales significativas sobre la inflación. En todo caso, su monitoreo es relevante para asegurar la convergencia de la inflación dentro del horizonte de dos años.

En las economías desarrolladas, los mercados laborales muestran signos de elevada estrechez. En particular, la razón entre las vacantes disponibles y el número de desempleados (V/U) ha ido en aumento. A pesar de lo anterior, los salarios reales están cayendo debido a que el ajuste de los salarios nominales ha sido menor a la inflación (gráfico I.20). Los resultados presentados en [Andalft et al. \(2022\)](#) sugieren que en estas economías los salarios nominales responden con más fuerza a los aumentos de la inflación pasada cuando la estrechez laboral es alta. Esto plantea un riesgo para el descenso de la inflación en dichas economías, y es uno de los factores que explica las perspectivas de política monetaria mundial más restrictiva considerada en el escenario central de este IPoM.

Los datos disponibles para Chile muestran un panorama distinto. El mercado laboral muestra un dinamismo acotado y exhibe menores grados de indexación, lo que disminuye los riesgos para la convergencia de la inflación. Es así como una medida *proxy* al ratio V/U —descrita en [Andalft et al. \(2022\)](#)— indica que la estrechez del mercado laboral ha disminuido, lo que ha sido acompañado por una caída de los salarios reales en el último año^{1/}. Por otra parte, el análisis de los ingresos laborales nominales a partir de los registros administrativos indica que en el bienio 2021-2022 el grado de indexación a la inflación pasada ha sido 50% menor que en el período previo a la pandemia (ver [Andalft et al. \(2022\)](#) para más detalles), lo que es uno de los factores que explicaría la caída de los salarios reales.

Otro indicador usualmente utilizado para medir el grado de estrechez del mercado laboral corresponde a la evolución de los salarios de los trabajadores que cambian voluntariamente de empleo. Los registros administrativos de los que dispone el Banco permiten construir este indicador para Chile. Dicha evidencia muestra que en Chile el salario de aquellos que cambian de empleo se está desacelerando tanto en términos reales como nominales, aunque aún es elevado en comparación al período para el que se dispone de esta información (gráfico I.21). Este es un riesgo a monitorear, considerando además que la proporción de trabajadores que se mantienen en su mismo puesto de trabajo y los que cambian de empleo a empleo son similares a los niveles prepandemia, lo que tiende a descartar una debilidad extendida del mercado laboral (gráfico I.22)^{2/}. Lo anterior impone un grado de cautela al panorama general que apunta a un mercado laboral menos estrecho y, por lo tanto, a menores riesgos para la convergencia inflacionaria.

Con todo, el escenario central de este IPoM considera que la dinámica de los salarios nominales evolucionará de forma coherente con una convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política a dos años. En ese escenario, los salarios nominales mostrarán un crecimiento acorde con los patrones habituales de indexación. Esto permitirá que los salarios reales recuperen gradualmente su tasa de crecimiento promedio histórico en los próximos trimestres.

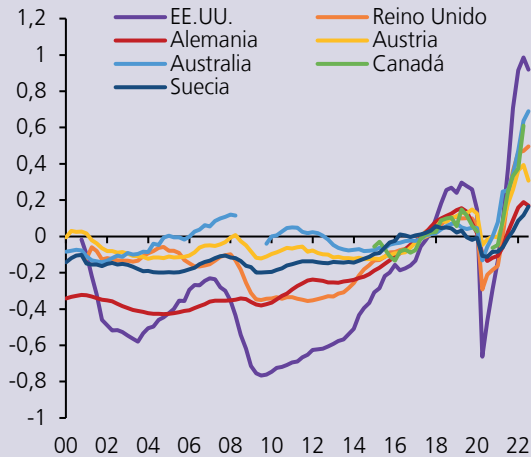
^{1/} La medida *proxy* del ratio V/U construida para Chile entrega información sobre el cambio en dicho ratio pero no sobre el nivel.

^{2/} El empleo se descompone entre quienes mantienen la misma relación laboral de un mes a otro, aquellos que cambian de empleo a empleo y quienes habiendo estado desempleados aparecen como empleados en el mes. Los tres flujos suman 100; se reporta la proporción de quienes mantienen el mismo empleo y la de los que cambian de empleo.

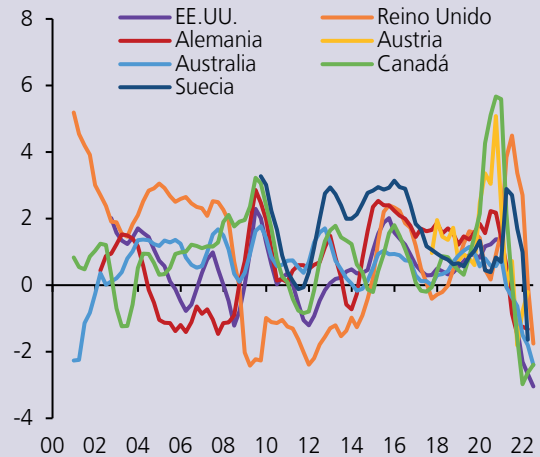


GRÁFICO I.20 MERCADOS LABORALES EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS

Vacantes por desempleado
(desvío respecto de promedio 1T.15-4T.19)



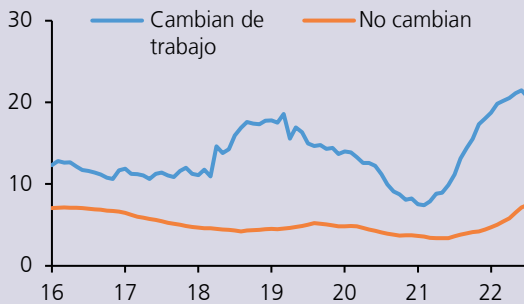
Salarios reales (*)
(variación anual, porcentaje)



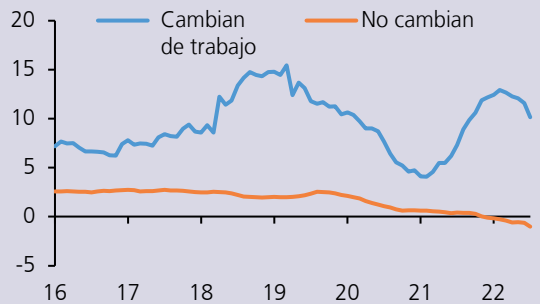
(*) Promedio móvil de cuatro trimestres. Salarios reales construidos con los salarios nominales deflactados por el IPC.
Fuentes: Bloomberg, OCDE, Eurostat y Oficinas de Estadísticas Nacionales.

GRÁFICO I.21 CRECIMIENTO DE SALARIOS EN CHILE (*)

Mediana del crecimiento anual de los salarios nominales
(porcentaje)



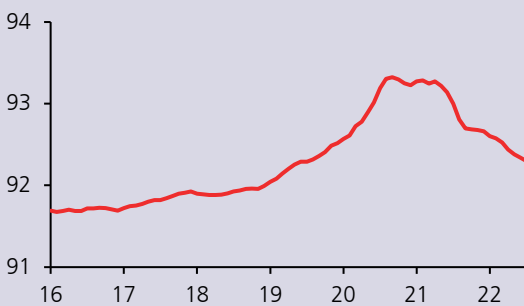
Mediana del crecimiento anual de los salarios reales
(porcentaje)



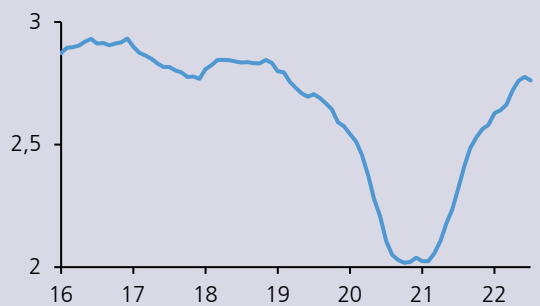
(*) Considera datos hasta julio 2022.
Fuente: AFC.

GRÁFICO I.22 PROPORCIÓN DE EMPLEADOS ASALARIADOS QUE MANTIENEN SU MISMO PUESTO DE TRABAJO Y QUE CAMBIAN DE EMPLEO A EMPLEO (*)

Tasa de mantención del empleo
(porcentaje)



Tasa de cambio de empleo
(porcentaje)



(*) Considera datos hasta julio 2022.
Fuente: AFC.



RECUADRO I.3:

Conferencia anual del Banco Central de Chile

La XXV Conferencia Anual del Banco Central de Chile se llevó a cabo el 21 y 22 de noviembre y tuvo como temática principal el rol de la heterogeneidad de distintos agentes en macroeconomía y sus implicancias para la política monetaria. Se contó con la colaboración de Gianluca Violante (Universidad de Princeton) como co-organizador y con la participación de destacados expertos internacionales en esta literatura quienes, en conjunto con investigadores del Banco Central de Chile, presentaron una serie de trabajos preparados para el evento. El [discurso inicial](#), a cargo de la Presidenta del Banco, Rosanna Costa, discutió la evolución reciente de la introducción de consideraciones de heterogeneidad en la modelación macroeconómica, y sus implicancias para bancos centrales en Chile y en el mundo^{1/}.

Destacó además la participación de Thomas Sargent, Premio Nobel de Economía en 2011. Él realizó un paralelo entre la literatura de agentes heterogéneos actual y la teoría macroeconómica clásica de Keynes. Sargent argumentó que Keynes, en su libro *Un Tratado de Reforma Monetaria* en 1924, ya exponía su interés en la interacción entre macroeconomía, responsabilidad fiscal, y distribución de la riqueza; y reforzaba la importancia de mantener un nivel de precios estable.

El panel de política económica, moderado por el Vicepresidente del Banco Central Pablo García, contó con la participación de James Bullard, Esther George, y Claudio Borio, respectivamente Presidentes de las Reservas Federales de St. Louis y Kansas City, y Gerente del Departamento Monetario y Económico del Banco de Pagos Internacionales. James Bullard desarrolló una línea de argumento técnica, similar al trabajo de McKay y Wolf (2022) presentado en la Conferencia, resaltando que, aun cuando se incorporen consideraciones de heterogeneidad de hogares al análisis, el correcto diseño de la política monetaria no debería depender de esa heterogeneidad. Claudio Borio resaltó las complejas interacciones entre inflación, recesión, y desigualdad y discutió, por ejemplo, que una política monetaria más enfocada en controlar la inflación, si bien podría tender a aumentar la desigualdad en el corto plazo, tiende a reducirla en el mediano plazo a través de estabilización de precios y aumento del crecimiento. Por otro lado, una política monetaria que tienda a mantener pleno empleo, si bien en el corto plazo puede reducir la desigualdad de ingresos, puede tender a aumentar la desigualdad de la riqueza en el mediano plazo por intermedio de aumentos de los precios de los activos y/o aumentos en la probabilidad de ocurrencia de crisis financieras. Finalmente, y complementando la presentación de Del Negro *et al.* (2022), Esther George argumentó que la modelación macroeconómica que incorpora heterogeneidad en los agentes económicos puede ayudar a entender de mejor manera la dinámica inflacionaria al proveer un panorama más completo de las dinámicas salariales en diferentes tipos de trabajadores o sectores.

Los temas sobre los que se desarrolló la Conferencia tienen especial relevancia en el contexto actual dado que la reciente crisis originada por la pandemia de Covid-19 afectó de manera muy heterogénea a hogares y empresas, tanto en su efecto inicial como en las políticas que se implementaron para paliarla. Un mejor entendimiento de los mecanismos de transmisión de *shocks* y de políticas que operan en la economía cuando se incorporan consideraciones de heterogeneidad de seguro redundará en un mejor diseño de políticas económicas.

^{1/} Todas las presentaciones de la Conferencia pueden encontrarse en el [sitio web del Banco Central de Chile](#) y en la página de [YouTube del Banco Central de Chile](#).



II. EVOLUCIÓN FUTURA DE LA POLÍTICA MONETARIA

La inflación anual sigue elevada, aunque se redujo en los últimos meses, acorde con lo previsto en el IPoM anterior. Las sorpresas inflacionarias también han ido disminuyendo. Esto ocurre en un contexto de ajuste macroeconómico en curso y presiones de costos más acotadas. La inversión tuvo un significativo repunte en el tercer trimestre, aunque concentrado en algunos sectores específicos. La evolución prevista para la economía en 2023 y 2024 es similar a la del IPoM previo, anticipándose algunos trimestres más de contracción. Ello permitirá seguir subsanando los desequilibrios acumulados —entre ellos el elevado déficit de la cuenta corriente—, supuesto clave para la convergencia inflacionaria. En el escenario central, el PIB cerrará este año con un avance de 2,4%. En 2023 y 2024, los rangos de crecimiento se estiman de -1,75/-0,75% y 2,0-3,0%, respectivamente. La inflación continuará reduciéndose y alcanzará la meta de 3% hacia mediados de 2024, en línea con una brecha de actividad que se tornará negativa el próximo año. La Tasa de Política Monetaria (TPM) se ubica en 11,25% y se mantendrá en ese nivel hasta que el estado de la macroeconomía indique que el proceso de convergencia de la inflación a la meta de 3% se ha consolidado.

PARÁMETROS ESTRUCTURALES

De acuerdo con lo señalado en septiembre, en este IPoM el Consejo actualizó sus estimaciones para el PIB tendencial y la tasa de interés de política monetaria neutral (TPMN), parámetros estructurales utilizados en las proyecciones de mediano plazo. El último ajuste de estos había ocurrido en junio de 2021.

En línea con la proyección de junio de 2021, se estima que el crecimiento tendencial del PIB no minero seguirá reduciéndose a lo largo del período 2023-2032. En los años más próximos, dicha tendencia se relaciona con que variables como las horas trabajadas y la tasa de participación ya hicieron gran parte de su recuperación tras el *shock* de inicios de la pandemia. Por ello, en adelante ya no contribuirán con tanta relevancia al crecimiento tendencial. Hacia el fin del período, toma mayor importancia la convergencia de las horas trabajadas al promedio de la OCDE, lo que irá reduciendo la contribución del factor trabajo. Se sigue estimando un bajo crecimiento de la productividad total de factores, que se sustenta en la consolidación de una tendencia decreciente de la misma. Con todo, para el período 2023-2032, el crecimiento tendencial del PIB no minero promediará 2,2%. Para efectos del cálculo de las proyecciones de mediano plazo de este IPoM, se decidió utilizar el crecimiento promedio del PIB tendencial del período 2024-2027, que corresponde a 2,5%. Ello, dado que a horizontes más largos corresponde a una economía cuyos factores productivos se proyectan significativamente diferentes a los relevantes para el horizonte de proyección de mediano plazo (Recuadro II.1).

La TPMN se estima en 3,75%, 25 puntos base (pb) más que en la estimación anterior, con un rango entre 3,5 y 4%. Esta alza es coherente con la reciente reversión de las tasas neutrales en otras economías, que alteró la tendencia a la baja que mostraban las tasas a nivel global (Recuadro II.2).



La principal implicancia de estos supuestos se verifica en la proyección de PIB para 2023 y 2024. Como se discute más adelante, los rangos de proyección para ambos años se revisan a la baja respecto de septiembre. El nuevo supuesto de PIB tendencial es determinante en ese resultado, explicando el grueso de la revisión. En el corto plazo, la brecha de actividad es algo más positiva que lo estimado previamente, donde se combina la habitual reestimación del crecimiento potencial y una actividad que ha caído algo más lento que lo previsto. De todos modos, se sigue observando una tendencia decreciente de la brecha, que la ubicará en niveles negativos a inicios de 2023. Respecto de la TPMN, el nuevo supuesto implica que a fines del horizonte de proyección la TPM es mayor que lo proyectado en septiembre (+25pb).

ESTRATEGIA DE POLÍTICA MONETARIA

La inflación anual ha retrocedido levemente, en un contexto en que la economía ha continuado ajustándose y los factores de costos han ido aliviándose (Recuadro I.1). La serie desestacionalizada del PIB no minero completó dos trimestres de contracción: -0,3 y -0,8% en el segundo y tercero, respectivamente (gráfico I.11). Aunque la más reciente de esas caídas fue menos intensa que lo esperado, ello se debió, en su mayoría, a factores poco relacionados con la evolución del ciclo macroeconómico. Por ejemplo, la mayor generación hídrica y un crecimiento de los servicios empresariales que parece responder a tendencias más estructurales. Datos iniciales del cuarto trimestre —Imacec de octubre— confirman la trayectoria decreciente de la actividad no minera. Por el lado de los costos, destaca la continua normalización de las cadenas de suministro global, así como la baja de los costos de transporte internacionales y de los precios de materias primas.

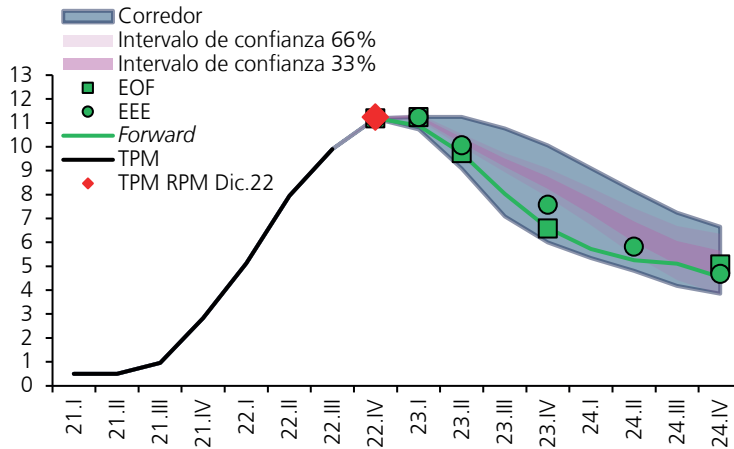
La convergencia inflacionaria sigue descansando en la resolución de los desequilibrios acumulados tras los excesivos niveles de gasto agregado de 2021. En el escenario central, se prevé que la economía se contraerá por varios trimestres, con lo que la brecha de actividad se tornará negativa a inicios de 2023. Al mismo tiempo, las presiones de costos seguirán reduciéndose. En este contexto, la inflación anual continuará disminuyendo en los próximos trimestres, retornando a 3% en la segunda mitad de 2024. La inflación subyacente —sin volátiles— volverá hacia 3% a fines de ese año.

Las expectativas de inflación a dos años plazo permanecen por arriba de 3% (gráfico I.16). Las distintas medidas de expectativas han ido ajustándose en sus últimas mediciones, comportamiento que ha sido más notorio a plazos más cortos. A dos años plazo, la Encuesta de Expectativas Económicas (EEE) de noviembre prevé una inflación de 3,5%, mientras la Encuesta de Operadores Financieros (EOF) previa a la Reunión de diciembre proyecta 3,8% (4,0 y 5,3% al cierre del IPoM de septiembre). Las compensaciones inflacionarias anticipan en torno a 4% para ese plazo. A un año plazo, la EEE y EOF alcanzan 5,8 y 4,6%, respectivamente (7,3 y 7,9% al cierre del IPoM de septiembre), todas ellas con niveles importantes de dispersión.

La política monetaria ha hecho un ajuste significativo y está propiciando la resolución de los desequilibrios presentes en la economía (gráfico II.1). No obstante, la inflación sigue siendo muy elevada y la convergencia a la meta de 3% aún está sujeta a riesgos. El Consejo mantendrá la TPM en 11,25% hasta que el estado de la macroeconomía indique que dicho proceso se ha consolidado.



GRÁFICO II.1 CORREDOR PARA LA TPM (*)
(promedio trimestral, porcentaje)



(*) El corredor se construye siguiendo la metodología descrita en el [Recuadro V.1 del IPoM de marzo 2020](#) y el [Recuadro V.3 del IPoM de marzo 2022](#). Incluye la EEF de noviembre y EOF pre RPM de diciembre y la curva *forward* suavizada promedio del trimestre al 30 de noviembre. Esta se calcula extrayendo la TPM implícita considerando la curva *forward* sobre la curva *swap* promedio cámara hasta 2 años, descontando las tasas fijas de cada plazo al devengo simple del índice de promedio cámara (ICP). Para el trimestre en curso las encuestas y la curva *forward* consideran el promedio de datos efectivos diarios y se completan con las respectivas fuentes. Fuente: Banco Central de Chile.

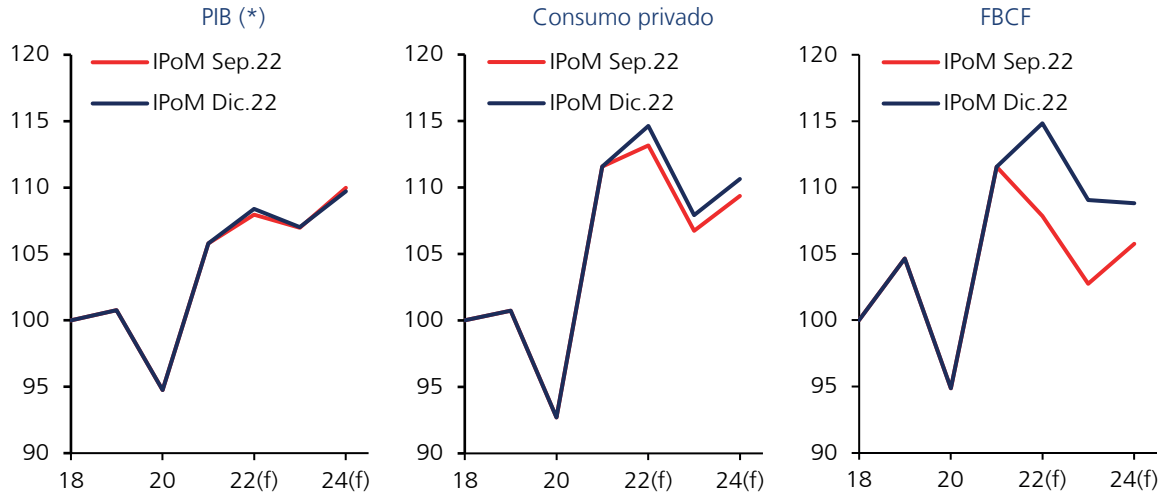
PROYECCIONES PARA LA ACTIVIDAD Y DEMANDA EN EL ESCENARIO CENTRAL

La economía se mantiene en una senda de ajuste, más allá de la reciente sorpresa al alza por el lado del gasto. Como se indicó, la actividad no minera se contrajo en los dos últimos trimestres, caída liderada por el comercio. En contraste, las actividades de servicios se mantienen dinámicas, especialmente empresariales, favorecidas por la tercerización de procesos. Por su parte, la demanda agregada superó lo previsto en el tercer trimestre, en particular por un repunte de la formación bruta de capital fijo (FBCF), que se concentró en algunos sectores específicos que tienen implicancias menores en la evolución de las presiones inflacionarias. La mejora significativa en el desempeño del gasto ha tenido como contrapartida una mayor desacumulación de existencias, coherente con niveles de actividad que exhiben cambios acotados respecto de lo proyectado en septiembre (gráfico II.2). Se espera que el componente de inventarios aportará de manera negativa al crecimiento de este año y los dos siguientes (gráfico II.3). En el escenario central, se estima que la expansión del PIB será de 2,4% en 2022 (tabla II.1).

El escenario central sigue considerando que la economía acumulará varios trimestres de caída de la actividad. Se proyecta que el PIB caerá en 2023 entre -1,75 y -0,75% (-1,5 / -0,5% en septiembre). En 2024 crecerá entre 2 y 3% (2,25-3,25 en septiembre) (tabla II.1). En el recorte de las proyecciones influye la revisión del supuesto de PIB tendencial. Para 2023, se suma una base de comparación más elevada y un menor impulso externo. Se sigue proyectando que el consumo privado —sobre todo el de bienes— y la FBCF tengan variaciones anuales negativas el próximo año, con retrocesos de 5,9 y 5%, respectivamente (-5,7 y -4,7% en septiembre). Las exportaciones netas aumentarán, lo que incorpora una reducción de las importaciones debido al ajuste del gasto local (gráfico II.3).



GRÁFICO II.2 ACTIVIDAD Y DEMANDA INTERNA
(índice 2018 = 100)

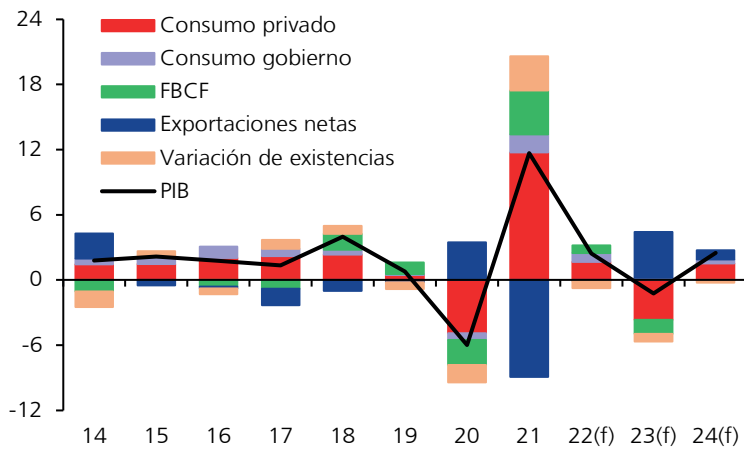


(*) Para 2023 y 2024, las proyecciones del PIB consideran el punto medio de los rangos proyectados en este IPoM.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

GRÁFICO II.3 CRECIMIENTO DEL PIB E INCIDENCIAS DE COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA (*)
(variación anual, puntos porcentuales)



(*) Para 2023 y 2024, considera el punto medio de los rangos de crecimiento del PIB proyectados en el escenario central de este IPoM.

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.



TABLA II.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO Y CUENTA CORRIENTE

	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
		(variación anual, porcentaje)		
PIB	11,7	2,4	-1,75 / -0,75	2,0-3,0
Ingreso nacional	15,9	1,3	-0,4	2,6
Demanda interna	21,6	2,5	-5,3	1,7
Demanda interna (sin var. de exist.)	18,0	3,2	-4,6	1,9
Formación bruta de capital fijo	17,6	2,9	-5,0	-0,2
Consumo total	18,2	3,3	-4,5	2,5
Consumo privado	20,3	2,7	-5,9	2,5
Exportaciones de bienes y servicios	-1,5	0,9	6,0	3,2
Importaciones de bienes y servicios	31,3	1,1	-5,4	0,9
Cuenta corriente (% del PIB)	-6,6	-8,7	-4,9	-4,1
Ahorro Nacional Bruto (% del PIB)	18,8	17,7	20,2	19,8
Inversión Nacional Bruta (% del PIB)	25,3	26,4	25,1	23,9
FBCF (% del PIB nominal)	24,0	25,6	24,3	23,8
FBCF (% del PIB real)	24,3	24,4	23,5	22,9
		(millones de dólares)		
Cuenta corriente	-20.307	-26.400	-15.100	-13.600
Balanza comercial	10.528	2.800	8.400	10.400
Exportaciones	94.677	98.400	99.800	104.100
Importaciones	84.148	95.600	91.400	93.700
Servicios	-11.979	-13.600	-10.900	-10.600
Renta	-18.423	-16.000	-13.600	-14.500
Transferencias corrientes	-433	400	1.000	1.100

(f) Proyección.

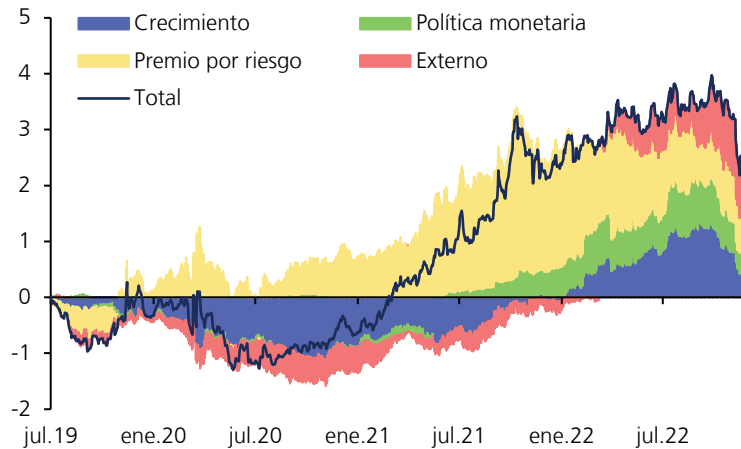
Fuente: Banco Central de Chile.

La inversión continuará afectada por el pesimismo de las empresas, condiciones financieras poco favorables y un elevado tipo de cambio real (TCR). El último catastro de la CBC reitera que los montos de inversión totales tendrán una disminución significativa en el período 2023-2025. Según el IMCE, la confianza de las empresas persiste en niveles pesimistas, sobre todo en la construcción (gráfico I.15). En el [Informe de Percepciones de Negocios \(IPN\) de noviembre](#), las expectativas de ese rubro también eran las que más habían caído. En paralelo, el IPN reportó que el porcentaje de empresas que tenía contemplado invertir el año siguiente disminuía comparado con lo declarado el año previo. En el ámbito internacional, el tono más restrictivo de la política monetaria y el deterioro de las perspectivas de crecimiento han afectado negativamente a los mercados financieros (gráficos I.3 y I.4). Entre otros, esto incide en un TCR más depreciado, que restará impulso a las importaciones de bienes de capital. Se añade que información de la Oficina de Grandes Proyectos del Ministerio de Economía (OGP) muestra que el número de proyectos que ha logrado su aprobación en materia medioambiental ha bajado respecto del año pasado.

En todo caso, hay factores que podrían incidir en que el ajuste de la FBCF sea menos negativo que lo previsto. Por un lado, está la reducción de la incertidumbre a nivel local, como lo muestra la evolución de distintos indicadores (gráfico I.15). Según el IPN, los focos de incertidumbre también han variado, convirtiéndose las dudas en torno a la situación económica la mayor preocupación de los encuestados, a diferencia de la situación política que ha disminuido. La descomposición de la tasa nominal a 10 años muestra que los factores de riesgo local han ido perdiendo relevancia, a cambio de un mayor riesgo externo (gráfico II.4). Esto contrasta con lo ocurrido en 2021, cuando el componente de riesgo dio el principal empuje a las tasas de interés de largo plazo ([Recuadro V.1, IPoM diciembre 2021](#)). Estas anotan importantes caídas desde el IPoM pasado, en lo que ha influido el ajuste del premio por riesgo y el retroceso de la inflación en octubre (gráfico I.17). Se suma que la inversión que más ha sorprendido recientemente es la de los sectores de energías renovables. Los datos del catastro de la OGP para estos últimos superan lo que proyecta la CBC, lo que podría sugerir mejores perspectivas de estos rubros en lo venidero.



GRÁFICO II.4 DESCOMPOSICIÓN ESTRUCTURAL DE LA TASA CERO A 10 AÑOS (*)
(puntos porcentuales, acumulado desde el 1 de julio de 2019)



(*) Descomposición histórica de la tasa larga proveniente de un BVAR basado en la estrategia de identificación propuesta por [Eterovic y Eterovic \(2022\)](#), incorporando un bloque externo. El bloque exógeno engloba todos los *shocks* de EE.UU. (política monetaria, crecimiento, aversión al riesgo y riesgo puro), los que se han agregado por simplicidad.
Fuente: Banco Central de Chile en base a RiskAmerica.

Los fundamentos del consumo privado apuntan a que este continuará ajustándose en los próximos trimestres. La liquidez de las personas ha ido normalizándose, luego de los máximos que alcanzó tras las medidas adoptadas en 2021. A pesar de algún repunte reciente de créditos rotativos, la demanda en la cartera de consumo persiste débil, en medio de condiciones de oferta restrictivas ([Encuesta de Crédito Bancario](#)). Ello sigue teniendo como contraparte un alza de los depósitos y captaciones a plazo, favorecidos por el incremento de las tasas de interés. Al mismo tiempo, la confianza de los consumidores (IPEC) permanece alrededor de sus mínimos históricos (gráfico I.15).

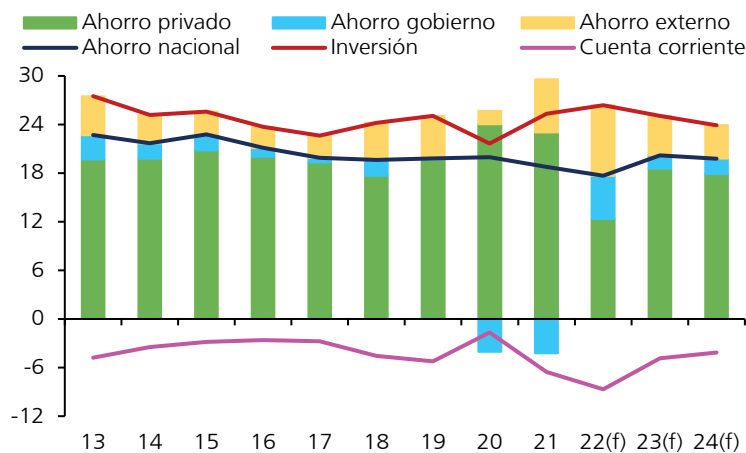
La creación de empleos es baja, con expectativas de contratación que han seguido empeorando. Además, destaca la caída de los salarios reales (gráfico I.13). El empleo total no ha tenido cambios sustantivos a lo largo del año, aunque se ha ido observando un incremento de la ocupación informal y por cuenta propia en reemplazo de la formal. Al mismo tiempo, las vacantes muestran nuevos retrocesos, lo mismo que las expectativas de empleo y la dotación esperada de las empresas en el IMCE y el IPN. La variación real anual de las remuneraciones completa un año en valores negativos, lo cual es la principal incidencia detrás de la notoria desaceleración de la masa salarial a lo largo de este año (gráfico I.12).

El escenario central incorpora una trayectoria del gasto público acorde con el presupuesto aprobado para 2023, que mantiene una senda de consolidación para los años siguientes. Este alcanzará niveles compatibles con la trayectoria prevista para el balance cíclicamente ajustado, con un aumento de 4,2% real anual en 2023, para cerrar con un balance fiscal efectivo de -2,7% del PIB. Para 2024, y considerando esta información, el [Informe de Finanzas Públicas del tercer trimestre](#) señala un alza del gasto de 6,9% real anual y un balance de -2,2% del PIB.



El ajuste de la cuenta corriente será más lento que lo proyectado en septiembre, en buena parte por los mayores niveles de inversión previstos en el escenario central (gráfico II.5 y tabla II.1). Los altos valores de la TPM y la depreciación del peso contribuirán al alza del ahorro privado (+6 puntos porcentuales del PIB entre 2022 y 2023) y a la reducción de los desbalances entre inversión y ahorro. El ahorro público será positivo, lo que supone que no se repetirán las ayudas fiscales de 2020 y 2021. Otro factor que colaborará será la devolución de los elevados costos de transporte a nivel global, en especial en el saldo de la balanza de servicios. Así, se espera que el déficit de la cuenta corriente comience a ceder a partir del trimestre en curso, para cerrar el 2022, 2023 y 2024 en 8,7, 4,9 y 4,1% del PIB, respectivamente (6,3, 3,6 y 3,3% en septiembre). Medido a precios de tendencia^{1/}, el déficit será de 8,2% en 2022, 4,5% en 2023 y 3,8% en 2024 (5,8, 2,7 y 2,7% en septiembre, respectivamente).

GRÁFICO II.5 CUENTA CORRIENTE: AHORRO E INVERSIÓN (*)
(porcentaje del PIB anual)



(*) El componente de ahorro de gobierno considera como dato efectivo hasta 2021 el balance del gobierno general, para 2022 hasta 2024 se utiliza como proyección el ahorro de gobierno del balance del gobierno central.

(f) Proyección.

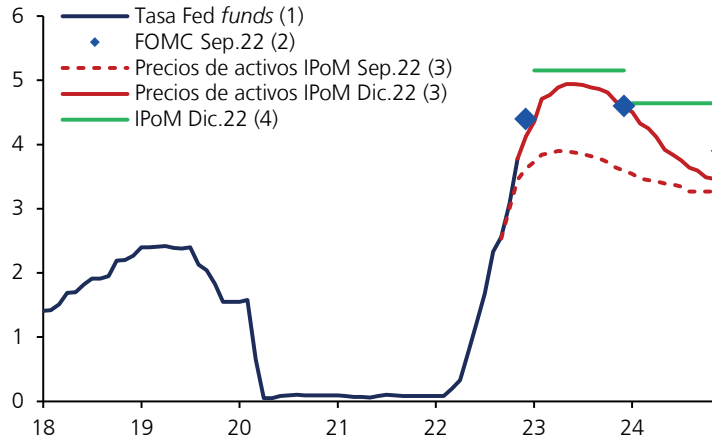
Fuente: Banco Central de Chile.

El impulso externo previsto para Chile nuevamente se reduce. Ello recoge el impacto de una restrictividad monetaria global mayor y más prolongada, principalmente en EE.UU. Desde el IPoM de septiembre, la Reserva Federal (Fed) subió la tasa Fed funds en 150pb, hasta un rango entre 3,75-4%. Los mercados han puesto especial atención a sus mensajes, corrigiendo al alza los niveles que prevén para dicha tasa. Los precios de activos tienen una tasa implícita de 4,6% para fines de 2023, que se compara con 3,6% al cierre estadístico previo y 4,6% de las proyecciones de la propia Fed en el FOMC de septiembre. Para fines de 2024 los ajustes fueron menores. La tasa implícita en precios de activos llega a 3,4%, similar a la del cierre estadístico previo (3,3%) y por debajo de las proyecciones del FOMC de septiembre (3,9%). Considerando la estrechez del mercado laboral y la fortaleza del consumo en EE.UU., que descartan una rápida convergencia inflacionaria (Recuadro I.2), el escenario central de este IPoM supone valores de 5,2 y 4,6% en promedio para la tasa Fed funds en 2023 y 2024 respectivamente, por encima de lo sugerido por los precios de activos (gráfico II.6).

^{1/} Esta medida ajusta el valor de las exportaciones mineras y las importaciones de combustible considerando las desviaciones del precio del cobre y del petróleo respecto de sus valores de largo plazo. Lo mismo para las rentas y transferencias asociadas a las exportaciones de cobre. El resto de las exportaciones e importaciones se valora utilizando los precios corrientes. Además, no corrige posibles cambios en las cantidades exportadas o importadas ante movimientos de los precios del cobre y del petróleo. El cálculo considera un precio de largo plazo del cobre de US\$3,3 la libra y del petróleo de US\$60 el barril (Recuadros [V.2 IPoM septiembre 2012](#) y [Recuadro V.3 IPoM junio 2021](#)).



GRÁFICO II.6 EVOLUCIÓN Y PROYECCIONES PARA LA TASA FED FUNDS
(puntos porcentuales)



(1) Tasa Fed funds efectiva.

(2) Proyección del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC por sus siglas en inglés) en su respectiva reunión.

(3) Consideran las fechas de los cierres estadísticos de cada IPoM.

(4) Promedio anual para la tasa Fed funds en 2023 y 2024, según escenario central de este IPoM.

Fuentes: Bloomberg y Reserva Federal.

En el escenario central, un grupo importante de economías entrará en recesión en los trimestres venideros (tabla II.2). Más allá de sorpresas positivas en las cifras recientes de varias de ellas, que inciden en las proyecciones 2022, distintos antecedentes respaldan las peores perspectivas. Entre ellos, la desaceleración que confirman datos parciales de actividad y demanda del cuarto trimestre y expectativas empresariales (PMI) pesimistas en la generalidad de los países. El proceso de consolidación fiscal por el que atraviesan gran parte de estos también restará impulso. El retiro de los estímulos monetarios ha afectado negativamente las condiciones de acceso al financiamiento bancario. Esto ha mermado el desempeño del crédito y los planes de gasto, sobre todo en inversión. Por su lado, el ajuste del consumo se prevé más pausado, dada la resiliencia de los mercados laborales, principalmente en EE.UU.

Para 2023, se espera una contracción en EE.UU. y la Eurozona (tabla II.2). En esta última, destaca el impacto más duradero que tendría la escasez del gas producto de la guerra en Ucrania, factor que ha golpeado con fuerza las confianzas de los agentes. En China, se ha ido consolidando la visión de un menor crecimiento potencial. En ello se combinan la fragilidad del sector inmobiliario —con precios y ventas de viviendas que han anotado nuevas caídas—, las dudas sobre la continuidad de la política de cero Covid y los efectos de una demanda mundial más débil en el sector exportador. Los ajustes para América Latina son acotados, si bien el menor impulso externo y otros factores idiosincráticos reiteran un panorama de bajo crecimiento.



TABLA II.2 CRECIMIENTO MUNDIAL (*)
(variación anual, porcentaje)

	Prom. 10-19	2020	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
Mundo a PPC	3,7	-3,0	6,3	3,2	1,9	2,8
Mundo a TC de mercado	3,1	-3,2	6,0	2,9	1,3	2,3
Socios comerciales	3,9	-2,0	6,4	3,0	2,1	2,7
Estados Unidos	2,3	-2,8	5,9	1,9	-0,1	1,4
Eurozona	1,4	-6,3	5,3	3,3	-0,4	1,4
Japón	1,2	-4,7	1,7	1,4	1,2	1,1
China	7,7	2,2	8,1	3,4	4,3	4,3
India	7,1	-6,6	8,7	6,7	5,9	6,3
Resto de Asia	4,7	-2,3	4,2	4,2	2,5	3,2
América Latina (excl. Chile)	1,8	-7,5	6,2	3,7	1,2	1,5
Exp. de prod. básicos	2,2	-3,9	4,6	3,2	0,5	1,1

(*) Para sus definiciones, ver [Glosario](#).

(f) Proyección.

Fuentes: Banco Central de Chile en base a una muestra de bancos de inversión, Consensus Forecasts, FMI y oficinas de estadísticas de cada país.

Las perspectivas para los precios de las materias primas conjugan fuerzas opuestas. Por un lado, está el peor desempeño previsto de la economía mundial y, por otro, la estrechez de varios de estos mercados.

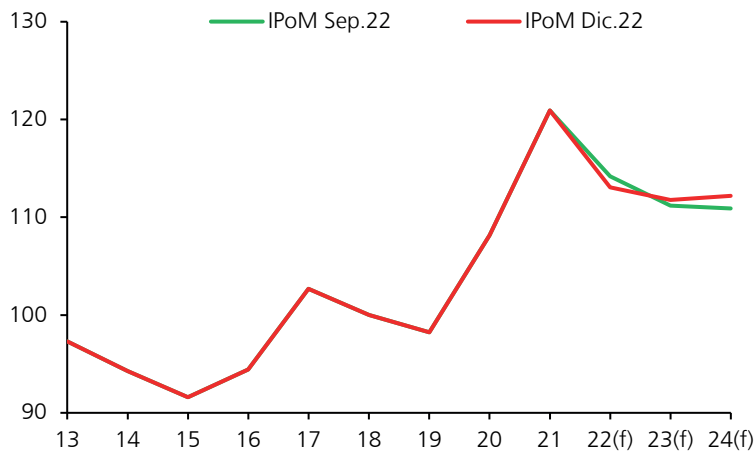
En general, los precios de las materias primas han descendido tras los máximos de la primera parte del año, pero siguen altos en términos históricos (gráfico I.9). Los inventarios de petróleo y de cobre permanecen en torno a sus niveles mínimos, aunque para este último algunos antecedentes sugieren una escasez de carácter más estructural. El suministro de alimentos ha mejorado, aunque la incertidumbre en torno a los impactos de la guerra en Ucrania sigue golpeando con fuerza a algunos ítems, sobre todo granos y cereales.

En este contexto, para 2023 y 2024 se corrigen a la baja los precios del petróleo y alimentos, y marginalmente al alza el del cobre. Ello conduce a una mejora de los términos de intercambio (gráfico II.7 y tabla II.3).

En todos los casos, los precios permanecerán por encima de los niveles prepandemia, aunque con una trayectoria descendente a medida que transcurre el horizonte de proyección. Para el cobre, las revisiones aplican especialmente en el corto plazo, alcanzando a fines de ese período niveles similares a los planteados en septiembre. Par el bienio 2023-2024, se espera que el precio del metal promedie US\$3,50 la libra (US\$3,45 en septiembre), cifra que alcanza a US\$79 para el barril de petróleo (promedio WTI-Brent) (US\$85 en septiembre).



GRÁFICO II.7 TÉRMINOS DE INTERCAMBIO
(nivel, 2018=100)



(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

TABLA II.3 SUPUESTOS DEL ESCENARIO INTERNACIONAL

	Prom. 10-19	2020	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
		(variación anual, porcentaje)				
Términos de intercambio	1,0	10,1	11,8	-6,5	-1,1	0,4
Precios externos (en US\$)	0,6	-1,1	9,3	5,0	2,7	3,5
		(nivel)				
Precio del cobre BML (US\$/cent/lb)	306	280	423	400	355	345
Precio del petróleo WTI (US\$/barril)	72	39	68	95	78	73
Precio del petróleo Brent (US\$/barril)	80	42	70	100	84	79
Precio paridad de la gasolina (US\$/m ³) (*)	610	333	579	850	625	586
Tasa de Fondos Federales EE.UU. (%)	0,7	0,5	0,3	1,9	5,2	4,6

(*) Para un detalle de su definición ver [Glosario](#).

(f) Proyección.

Fuente: Banco Central de Chile.

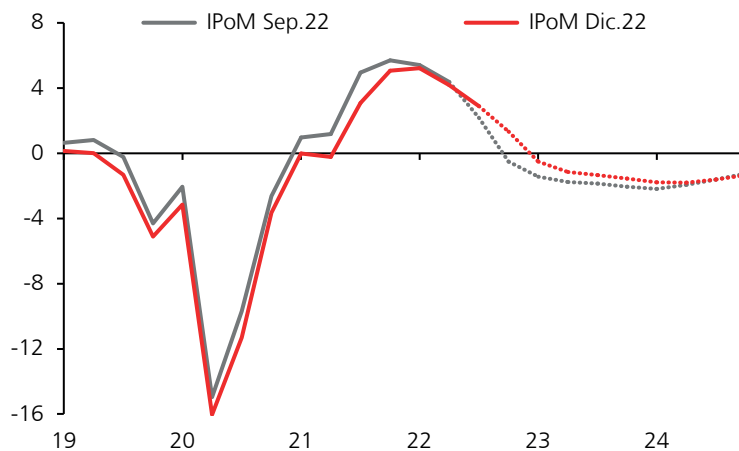
BRECHA DE ACTIVIDAD Y CONVERGENCIA DE LA INFLACIÓN A LA META

En el escenario central, la economía tendrá varios trimestres de contracción, con lo cual la brecha de actividad se volverá negativa a comienzos de 2023 y continuará en esos valores por el resto del horizonte de política (gráfico II.8). La reevaluación de la brecha arroja niveles algo mayores a los estimados en septiembre. En esto se combina una actividad que se contrajo menos que lo previsto en el tercer trimestre y la habitual reestimación del PIB potencial. Con todo, sigue observándose una tendencia a la baja de la brecha, en coherencia con la evaluación que la economía está inmersa en un proceso de ajuste que propiciará la convergencia de la inflación a la meta en el horizonte de política de dos años. Esto asume un crecimiento potencial^{2/} en torno a 2,4% promedio en 2023-2024 (alrededor de 3% en septiembre).

^{2/} El concepto de PIB potencial se refiere al nivel del PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo.



GRÁFICO II.8 BRECHA DE ACTIVIDAD (1) (2)
(nivel, puntos porcentuales)



(1) Líneas punteadas corresponden a las proyecciones.

(2) Proyección utiliza parámetros estructurales actualizados en el IPoM de Diciembre 2022 (tendencial) con revisión metodológica de PIB potencial.

Fuente: Banco Central de Chile.

Las proyecciones de inflación tienen cambios de menor cuantía, tras varios trimestres de correcciones significativas al alza. Las principales revisiones se dan en el corto plazo, en especial en el componente volátil del IPC, en lo que influyen los niveles más elevados del tipo de cambio. Esto encarecerá el valor de los ítems importados, que en alimentos y combustibles no alcanza a ser compensado totalmente por la baja prevista de sus precios en el mercado internacional. La proyección considera que el TCR permanecerá en torno a sus valores actuales en los próximos trimestres, lo que contribuirá al ajuste de los desequilibrios locales. Hacia 2024 comenzará a disminuir, en línea con el ajuste de esos desbalances y la convergencia de otros fundamentos^{3/}.

Los efectos de segunda vuelta e indexación seguirán presentes. En lo inmediato, se observará un alza en la inflación de servicios debido a reajustes tarifarios programados. La inflación de los servicios administrados e indexados ha continuado subiendo, a diferencia de la moderación en el resto de los servicios. Para el primer trimestre de 2023, están contemplados incrementos en las tarifas de electricidad y peajes, a la vez que se ha anunciado un posible ajuste en las del transporte público.

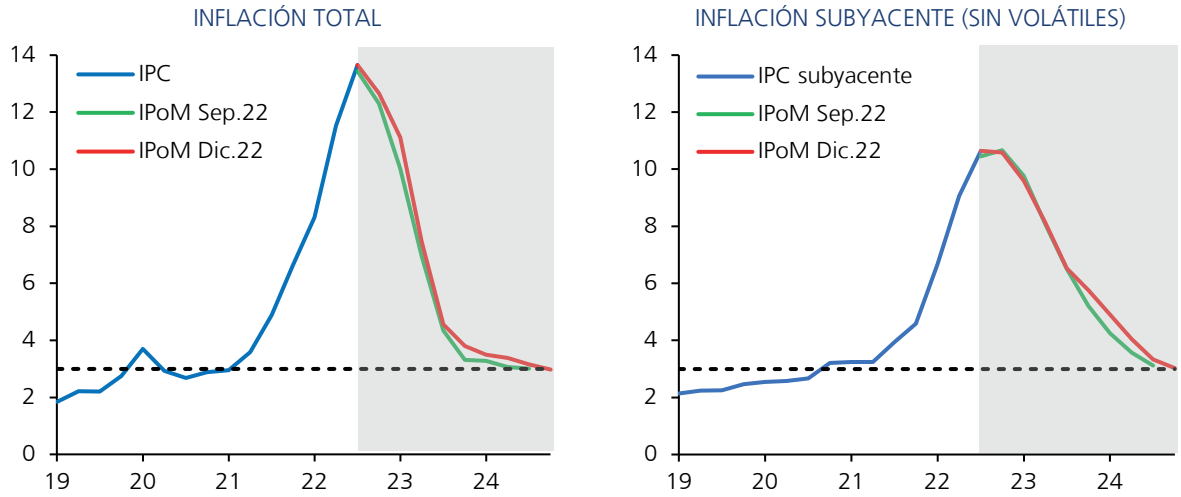
Se prevé que las presiones de costos disminuirán a lo largo del horizonte de proyección. Las proyecciones consideran que los precios de las materias primas seguirán descendiendo, a lo cual se agrega el alivio que han tenido las interrupciones de oferta antes señalado. Las perspectivas de costos recogidas por el IMCE exhiben caídas importantes respecto de los máximos observados hace algunos meses, en tanto el IPN relata que los aumentos de costos han sido menos intensos y las empresas prevén que estos seguirán normalizándose (gráfico I.8). El IPN también da cuenta de que los márgenes han moderado su estrechamiento, en buena parte por el alivio de las presiones de costos, tendencia que los entrevistados esperan que continúe afianzándose.

Se espera que la variación anual del IPC culmine el 2022 en 12,3% y el 2023 en 3,6% (12 y 3,3% en septiembre), convergiendo a la meta en la segunda mitad de 2024 (gráfico II.9 y tabla II.4). El ajuste de la economía local es fundamental tras la convergencia de la inflación a la meta. Se añade la paulatina reducción de los costos. Los impactos de la inflación en los procesos de indexación irán disipándose en la medida que esta siga retrocediendo. En cuanto a la inflación subyacente, finalizará en 10,4 y 5,3% anual en 2022 y 2023, respectivamente (10,5 y 4,7% en septiembre), acercándose a 3% a fines de 2024.

^{3/} En [Cortés et al. \(2022\)](#) se presenta una revisión de los modelos de determinación del TCR de equilibrio que son utilizados regularmente para calibrar los modelos de proyección del Banco Central.



GRÁFICO II.9 PROYECCIÓN DE INFLACIÓN (*)
(variación anual, porcentaje)



(*) El área gris, a partir del cuarto trimestre de 2022, corresponde a la proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.

TABLA II.4 INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)

	2021	2022 (f)	2023 (f)	2024 (f)
IPC promedio	4,5	11,6	6,6	3,2
IPC diciembre	7,2	12,3	3,6	3,0
IPC en torno a 2 años (2)				3,0
IPC subyacente promedio	3,8	9,3	7,5	3,8
IPC subyacente diciembre	5,2	10,4	5,3	3,0
IPC subyacente en torno a 2 años (2)				3,0

(1) La inflación subyacente se mide a través del IPC sin volátiles.
(2) Corresponde a la inflación proyectada para el cuarto trimestre de 2024.
(f) Proyección.
Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



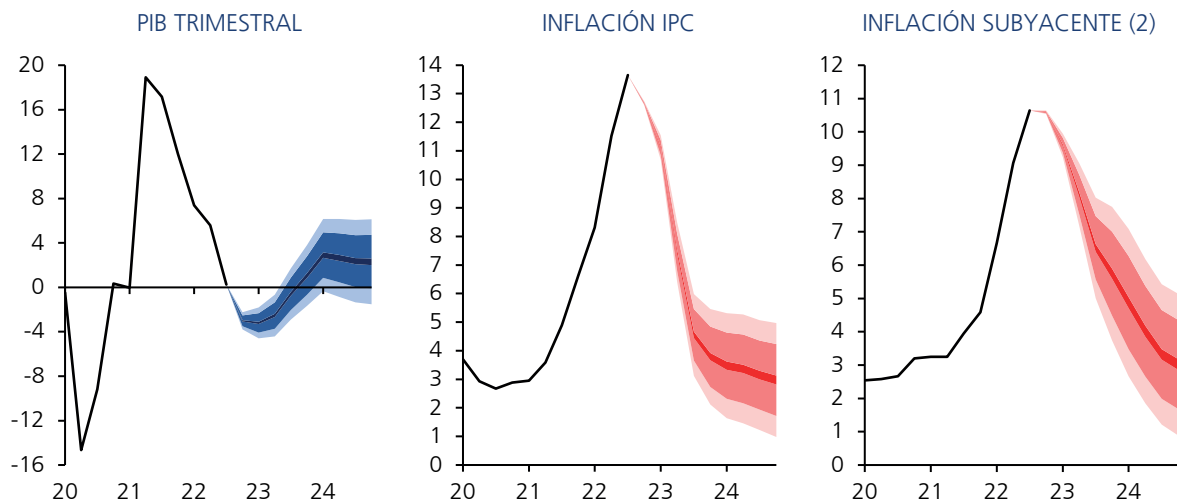
ESCENARIOS DE SENSIBILIDAD Y RIESGOS

Los bordes del corredor de TPM reflejan escenarios donde la velocidad del proceso de convergencia inflacionaria da paso a ajustes más tempranos o tardíos de la tasa respecto de lo considerado en el escenario central (gráfico II.1). Un factor relevante es la evaluación de la persistencia inflacionaria, ya sea por la magnitud y signo de nuevas sorpresas en la inflación o el grado de ajuste de las expectativas. Escenarios en que estas variables denoten una menor (mayor) persistencia inflacionaria podrían llevar a un proceso de reducción de la TPM más adelantado (tardío) que lo previsto. Otro factor de relevancia será la velocidad de ajuste de la economía. El escenario externo ha tenido un continuo deterioro y las expectativas de hogares y empresas están en niveles pesimistas. En este contexto, no podría descartarse un ajuste más rápido de la economía que lleve a una reducción más temprana de la TPM. En todo caso, tampoco puede descartarse el escenario contrario, toda vez que en lo más reciente la demanda, en particular la inversión, ha sido algo más dinámica que lo esperado. El Consejo estima que los bordes inferior y superior del corredor de TPM, respectivamente, capturan en forma apropiada las trayectorias alternativas de TPM asociadas a estos eventos.

Además de los ejercicios de sensibilidad, se analizan escenarios en que los cambios en la economía serían más significativos y donde la reacción de la política monetaria sobrepasaría los límites del corredor para la TPM (gráfico II.10).

El escenario externo se ha transformado en una fuente relevante de preocupación y no es posible descartar eventos que lleven a una ruptura relevante de las condiciones financieras y un deterioro abrupto del impulso externo. En este caso, los efectos inflacionarios de corto plazo podrían ser significativos —por la apreciación global del dólar—, aunque mitigados en el mediano plazo por los impactos sobre el crecimiento. Por otra parte, medidas que impidan el ajuste previsto del gasto, y den un nuevo impulso a la inflación, darían paso a aumentos de la TPM para asegurar la convergencia a la meta.

GRÁFICO II.10 PROYECCIONES DE CRECIMIENTO E INFLACIÓN (1)
(variación anual, porcentaje)



(1) El gráfico muestra el intervalo de confianza de la proyección central al horizonte respectivo (zona de color). Se incluyen intervalos de 10, 70 y 90% de confianza en torno al escenario central. Los intervalos de confianza se construyen a partir de los RMSE de los modelos XMAS-MEP promedio 2009 a 2017. (2) Medida por el IPC sin volátiles.

Fuentes: Banco Central de Chile e Instituto Nacional de Estadísticas.



RECUADRO II.1:

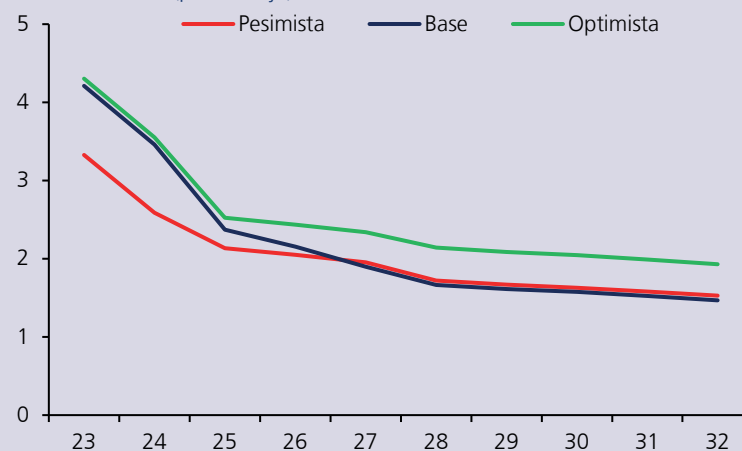
PIB tendencial

Este recuadro presenta una actualización de la estimación de crecimiento tendencial, variable que se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano y largo plazo de la economía^{1/}. En línea con la proyección de junio de 2021 —[Recuadro V.1, IPoM junio 2021](#)—, se estima una trayectoria descendente del crecimiento tendencial del PIB no minero para los próximos años (gráfico II.11). Con esto, en el período 2023-2032, el crecimiento tendencial del PIB no minero promediará 2,2%.

Al igual que en junio de 2021, la trayectoria descendente del crecimiento tendencial se debe a tres factores. Primero, en los próximos dos años, el impulso al crecimiento tendencial que dará la recuperación faltante de la participación laboral de los grupos rezagados será menor que en 2021 y 2022^{2/}. Segundo, el crecimiento del stock de capital se supone decreciente en el tiempo. Tercero, las horas trabajadas van reduciéndose para converger a los promedios de la OCDE, lo que implica una contribución descendente del factor trabajo al crecimiento tendencial. Finalmente, la proyección sigue considerando un bajo crecimiento de la productividad total de factores (PTF), que se sustenta en la consolidación de una tendencia decreciente de este factor^{3/}.

Junto con la estimación central, se muestran dos escenarios alternativos, que arrojan trayectorias igualmente descendentes para el crecimiento tendencial. La trayectoria optimista considera una convergencia más favorable de variables como horas trabajadas y tasas de participación a niveles de la OCDE, mientras que la trayectoria pesimista supone una convergencia menos favorable^{4/}.

GRÁFICO II.11 TRAYECTORIA DE CRECIMIENTO TENDENCIAL
(porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile.

^{1/} El concepto del PIB tendencial se diferencia del PIB potencial, pues el segundo se refiere al nivel del PIB coherente con una inflación estable y, por lo tanto, es el adecuado para medir la brecha de actividad asociada a las presiones inflacionarias en el corto plazo. Dado que el PIB tendencial se relaciona con la capacidad de crecimiento de mediano plazo de la economía, en el largo plazo ambas medidas convergen al mismo número. Sin embargo, en el corto plazo, elementos transitorios que alteran la capacidad productiva, como *shocks* temporales a la productividad y limitaciones al uso de factores, pueden generar diferencias entre ambas mediciones. De ahí la importancia de analizarlos por separado (para más detalles, ver [capítulo 1, en Banco Central de Chile, 2017](#)).

^{2/} Gran parte de la recuperación de la participación laboral tras el *shock* de la pandemia ya se hizo efectiva, por lo que su impulso al crecimiento tendencial de los próximos años es menor. La presente estimación supone que la participación laboral de los grupos etarios que aún se encuentran rezagados —menores de 25 y mayores de 60 años— se recuperará totalmente hacia finales de 2024. Esto explica la diferencia entre esta estimación y la anterior, cuando se estimó un crecimiento tendencial del PIB no minero de 2,9% para el período 2021-2030.

^{3/} Ver [Recuadro V.1, IPoM Junio 2021](#).

^{4/} Ver [Bauducco et al. \(2022\)](#).



Estimación del crecimiento tendencial

Siguiendo la lógica de los ejercicios de 2019 y 2021, la estimación del crecimiento tendencial separa el PIB entre sectores minero y no minero. Para el no minero, la metodología se basa en una función de producción tipo Cobb-Douglas, en la que el crecimiento tendencial puede ser descompuesto de la siguiente manera:

$$\Delta Y = \Delta PTF + \alpha \Delta L + (1 - \alpha) \Delta K$$

donde ΔY es el crecimiento del PIB tendencial, ΔPTF es el crecimiento de tendencia de la productividad total de factores, α es la participación del trabajo en el PIB (que se supone es igual a 0,5, como en ejercicios anteriores), ΔL es el crecimiento tendencial del factor trabajo —fuerza laboral por horas trabajadas por un índice de capital humano— y ΔK es el crecimiento del capital.

En este ejercicio, la contribución del factor trabajo al crecimiento del PIB no minero en el decenio 2023-2032 es 0,7 puntos porcentuales (pp) (tabla II.5). Esto es menor que los 1,4pp estimados en 2021 para el decenio 2021-2030. Esto se debe a que parte importante de la recuperación de las horas trabajadas y la participación laboral tuvo lugar en 2021 y 2022, y por lo tanto ya no contribuye al crecimiento a partir del año 2023. El crecimiento estimado de la PTF se mantiene en 0,35%.

La contribución del stock de capital es 1,2pp, muy similar a los 1,1pp del ejercicio anterior. Para 2023 y 2024, el crecimiento del stock de capital es coherente con las proyecciones de inversión del escenario central de este IPoM. En adelante, se supone que converge hacia un crecimiento a la misma tasa que el PIB no minero, lo que es coherente con una senda de crecimiento balanceado.

TABLA II.5 PROYECCIÓN DE CRECIMIENTO TENDENCIAL
(porcentaje)

	Crecimiento tendencial (*)			Contribución al crecimiento del PIB no minero		
	PIB no minero	PIB minero	PIB total	Capital	Trabajo	PTF
2023-2032	2,2	1,5	2,1	1,2	0,7	0,35

(*) Minería representa 12% del PIB total.

Fuente: Banco Central de Chile.

Para obtener el crecimiento tendencial del PIB total se añade una proyección de crecimiento para el sector minero, que se estima será 1,5% por año en el decenio 2023-2032. Este valor es menor que el empleado en las últimas actualizaciones de crecimiento tendencial (2%). Dicha revisión considera los bajos registros de crecimiento del sector en los últimos años (1% en el promedio 1997-2021), así como la evolución esperada por Cochilco de la producción de cobre y otros minerales como el litio^{5/}. Con este supuesto, el crecimiento tendencial del PIB total es 2,1% en el decenio 2023-2032.

Finalmente, debido a la trayectoria descendente del crecimiento del PIB tendencial en el próximo decenio, a efectos del cálculo de las proyecciones de mediano plazo de este IPoM, se decidió utilizar el crecimiento promedio del PIB tendencial del período 2024-2027, que corresponde a 2,5%. Este horizonte temporal es el adecuado para alimentar las proyecciones de mediano plazo, dado que horizontes más largos corresponden a una economía cuyos factores productivos se proyectan significativamente diferentes a los relevantes para el horizonte de proyección de mediano plazo. Excluir el año 2023, por otro lado, evita considerar un año de alto crecimiento tendencial por la recuperación de la participación laboral en curso.

^{5/} Ver [Bauducco et al. \(2022\)](#).



RECUADRO II.2:

Tasa de interés neutral

Este Recuadro presenta las nuevas estimaciones de la tasa de interés de política monetaria neutral (TPMN), entendida como la tasa coherente con un PIB en su senda de equilibrio de largo plazo —tendencial— y la inflación en la meta, es decir, en una situación donde los efectos de los *shocks* económicos se han disipado ^{1/}. La TPMN es un parámetro importante para la calibración de los modelos de proyección, toda vez que marca el nivel hacia donde la tasa de política monetaria converge en el largo plazo, pero no suele afectar sustancialmente las proyecciones de corto plazo de esta u otras variables. La TPMN se revisa al alza en 25pb, ubicándose en 3,75%, con un rango entre 3,5 y 4% (3,5%, con un rango entre 3,25 y 3,75% en la estimación anterior).

Las estimaciones de la TPMN se revisan periódicamente, porque pueden variar en función de los cambios en las condiciones estructurales de la economía chilena y mundial. La última revisión de la TPMN —[Recuadro V.2, IPoM junio 2021](#)— usó datos hasta el primer trimestre de 2020. Esta actualización extiende la muestra hasta el tercer trimestre de 2022 y suma nuevas metodologías ^{2/}. Esto último permite una estimación más robusta de la TPMN, en un contexto donde la economía ha experimentado múltiples *shocks*, algunos inusuales como la pandemia del Covid-19.

En junio de 2021, se estimó una TPMN real de 0,5%, con un rango ajustado por incertidumbre entre 0,25 y 0,75%. La reestimación de la TPMN real sugiere un alza, tanto en las metodologías previas como en las nuevas. La mediana de las estimaciones la ubica en torno a 0,75%, valor que es escogido por el Consejo como el nuevo nivel de tasa neutral real. Considerando la meta de inflación de 3%, la TPMN nominal se ubica en 3,75%. Con todo, se observa cierta dispersión en las estimaciones. Excluyendo los extremos, se obtiene un rango para la TPMN real entre aproximadamente 0,5 y 1%, o entre 3,5 y 4% para la TPMN nominal (tabla II.6).

Esta revisión es coherente con el reciente aumento de las tasas neutrales en otras economías, que revirtió parcialmente la tendencia a la baja que mostraban las tasas a nivel global. Esto ha llevado a aumentos en las tasas cortas, neutrales al riesgo, esperadas a un plazo largo, que se asocian directamente con las expectativas de TPM de largo plazo (gráfico II.12).

^{1/} Tal como sucede con el concepto de PIB potencial, en el caso de la TPMN existe otro concepto que se refiere a fluctuaciones cíclicas, ver, por ejemplo, [Woodford \(2003\)](#) o [Galí \(2015\)](#).

^{2/} Las metodologías comprenden: (i) modelos que estiman ciclos y tendencias estocásticas a partir de series de inflación y tasas de interés largas y cortas; (ii) modelos en base a precios de activos financieros que corrigen por premios por plazo; (iii) modelo semi-estructural basado en la ecuación de Euler y la curva de Phillips; (iv) estimaciones recursivas de la tasa de largo plazo con Reglas de Taylor; y (v) otras metodologías: paridad de tasas, modelos de consumo y de tendencia estocástica común. Para referencias y detalles, ver [Arias et al. \(2022\)](#).

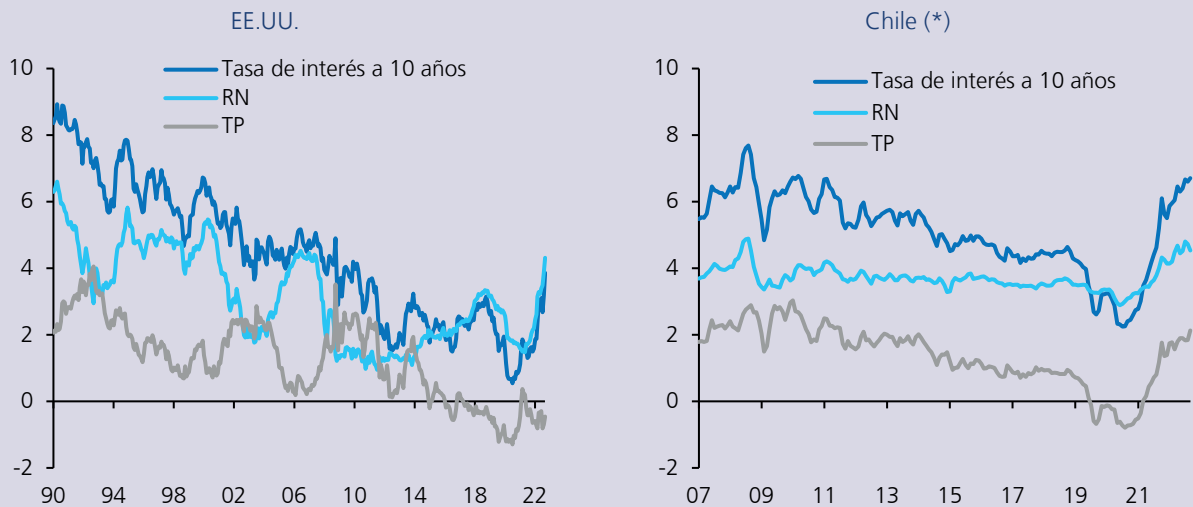


TABLA II.6 ESTIMACIONES DE LA TASA REAL NEUTRAL
(porcentaje)

Método	TPMN real
1. Tendencia estocástica – BCP10	1,4
2. Tendencia estocástica – <i>Convenience Yield</i>	1,1
3. Corrección por premios por plazo	0,6
4. Ecuación de Euler y curva de Phillips	1,4
5. Regla de Taylor	1,0
6. Regla de Taylor – Expectativas	0,5
7. Paridad de tasas	0,8
8. Modelo de consumo con hábitos	0,1
9. Modelo de tendencia estocástica común	0,8
Mediana	0,8
Rango (*)	0,5 – 1,1

(*) Excluye las estimaciones más bajas (0,1) y más altas (1,4).
Fuente: [Arias et al. \(2022\)](#).

GRÁFICO II.12 DESCOMPOSICIÓN DE LA TASA DE INTERÉS A 10 AÑOS ENTRE PREMIO POR PLAZO (TP) Y TASA NEUTRAL AL RIESGO (RN)
(porcentaje)



(*) Estimación basada en [Beyzaga y Ceballos \(2016\)](#) y [Abrahams et al. \(2016\)](#) con tasas nominales Swap Promedio Cámara.
Fuentes: Banco Central de Chile y Reserva Federal de Nueva York.

